

NIALL FERGUSON

ĐỒNG TIỀN LÊN NGÔI

LỊCH SỬ TÀI CHÍNH THẾ GIỚI

nhã nam
THẾ GIỚI
NHÀ XUẤT BẢN THẾ GIỚI

THÔNG TIN EBOOK

Tên sách: Đồng tiền lên ngôi
Nguyên tác: The Ascent of Money
Tác giả: Niall Ferguson
Người dịch: Lê Quốc Phương, Vũ Hoàng Linh
Nhà Xuất Bản Thế giới - Nhã Nam © 2015
The Happiness Project #25-NF
TVE-4U *Read Freely - Think Freedom*
Thực hiện: Hanhdb, Bún, tamchec
Hoàn thành: 05/2017

DỰ ÁN HẠNH PHÚC

The Happiness Project #25-NF

Hạnh phúc luôn tồn tại xung quanh chúng ta, điều quan trọng ta phải biết nắm bắt, kéo nó về phía mình để đem lại an lành cho bản thân, cho cuộc sống! Cuốn sách này là một niềm vui nhỏ bé chúng tôi muốn dành tặng đến bạn, người đọc ạ!

"*Hãy nhớ rằng không có hạnh phúc trong sự sở hữu hay sự thâu nhận, mà chỉ có trong sự trao tặng. Hãy mở rộng vòng tay - Hãy chia sẻ - Hãy ghì ôm. Hạnh phúc là một loại nước hoa, mà khi bạn rưới lên những người khác, thế nào cũng có một vài giọt dính trên người bạn.*" Og Madino

LỜI GIỚI THIỆU

Tiền, tiền, và tiền... Từ hàng nghìn năm nay tiền luôn gắn liền với cuộc sống con người. Nó trở nên quen thuộc đến nỗi người ta coi sự tồn tại của nó là hiển nhiên. Trong xã hội hiện đại này khó có thể tìm ra một người trưởng thành không biết đến sự tồn tại của tiền, hoặc không biết cách sử dụng tiền.

Thật ra, sự tồn tại của tiền hoàn toàn không tự nhiên. Mặc dù không ai biết chính xác tiền xuất hiện từ khi nào, nhưng rõ ràng nó là một khái niệm rất mới trong lịch sử tồn tại của loài người. Có thể nói không ngoa rằng tiền là một phát minh vĩ đại nhất về mặt kinh tế của loài người cho đến nay. Tại sao? Vì tiền là một thước đo chung của mọi loại sản phẩm và dịch vụ. Với thước đo chung này, mọi thứ hàng hóa dịch vụ có thể được quy đổi thành một con số và làm cho việc trao đổi chúng trở nên đặc biệt dễ dàng. Không có tiền, không có nền kinh tế hàng hóa, không có thị trường, không có khoa học công nghệ và xã hội hiện đại.

Nhưng tiền không đơn thuần chỉ là... tiền. Với một bà nội trợ khi đi chợ mua thực phẩm, tiền đơn giản là những mảnh giấy do ngân hàng trung ương phát hành có mệnh giá nhất định (tiền mặt) hoặc tiền điện tử dưới dạng thẻ ngân hàng (thẻ ghi nợ - debit hoặc thẻ tín dụng - credit). Với một nhà đầu tư, tiền có thể là nhiều loại tiền mặt (do nhiều ngân hàng trung ương phát hành), vàng, tiền gửi không kỳ hạn trong ngân hàng, tiền gửi có kỳ hạn, trái phiếu chính phủ, trái phiếu doanh nghiệp, cổ phiếu, các giấy tờ sở hữu (nhà cửa, tài sản), các hợp đồng quyền chọn (option), các loại hàng hóa (bạc, nhôm, đồng, thậm chí gạo, lúa mì...) và vô số các công cụ tài chính phức tạp khác. Các loại "tiền" này khác nhau ở tính thanh khoản và có giá quy đổi nhảy múa từng giây từng phút trên các sàn giao dịch. Có thể nói, tiền trong xã hội hiện đại ngày nay là một sản phẩm do con người tạo ra và có quá trình tiến hóa hàng nghìn năm, trở nên đặc biệt phức tạp và có tầm ảnh hưởng vô cùng lớn đối với xã hội loài người hiện đại.

Và như vậy, để tìm hiểu một cách thấu đáo và đầy đủ về tiền là một việc hoàn toàn không đơn giản. Rất may là phần lớn các tri thức này đã được Niall Ferguson hệ thống hóa một cách khoa học và trình bày một cách hấp dẫn trong cuốn sách mà quý vị đang cầm trên tay, cuốn *Đồng tiền lên ngôi* (The Ascent of Money).

Đồng tiền lên ngôi được mở đầu với một phần hướng dẫn bao quát về lịch sử của thế giới với sự phát triển và suy tàn của nhiều mô hình xã hội sử dụng và không sử dụng tiền tệ. Theo tác giả, tiền không đơn thuần là một phương tiện để phục vụ việc trao đổi, giao thương. Với quá trình hình thành được dẫn ngược về các định dạng thô sơ nhất của tiền tệ như những phiến đất sét từng được sử dụng cho việc ghi chép các hoạt động nông nghiệp của khu vực

Lưỡng Hà, tiền tệ còn được xem như là "vấn đề của niềm tin, thậm chí là đức tin".

Từ đó, tác giả dẫn chúng ta qua các chủ đề về hệ thập phân và phương thức tính lãi, những khái niệm gốc rễ của tài chính hiện đại; sự tham gia của người Do Thái trong lịch sử phát triển tài chính cùng hoạt động cho vay nặng lãi và sau đó là sự đi lên của thế lực tài chính hùng mạnh Medici tại Florence vào thế kỷ 14 và 15; ba phát minh cơ bản được thêm vào mô hình tài chính của nền kinh tế Italia: tiền tệ được tiêu chuẩn hóa, sự hình thành của hệ thống dự trữ theo tỷ lệ (fractional reserve banking), và độc quyền phát hành giấy bạc ngân hàng của ngân hàng trung ương; sự hình thành, phát triển, và suy tàn của hệ thống bản vị vàng để nhường chỗ cho một hệ thống lưu hành giấy bạc ngân hàng dựa trên các khoản tiền gửi ngân hàng và tỷ giá hối đoái thả nổi.

Chương 2 bàn về thị trường trái phiếu, các *rentier*, và lạm phát. Thị trường trái phiếu được cho là cuộc cách mạng vĩ đại thứ hai trong sự lên ngôi của đồng tiền. Thị trường trái phiếu cho phép chính phủ và các tập đoàn lớn thực hiện việc vay mượn từ một nhóm đối tượng rộng rãi và đa dạng hơn ngân hàng. Thời kỳ Phục hưng của Italia và toàn bộ khối châu Âu, chiến tranh được xem là thủy tổ của thị trường trái phiếu. Sự thành công mang tính lịch sử của gia đình Nathan Mayer Rothschild chính là dựa trên sự khôn khéo và nhạy bén trong kinh doanh và việc có một nguồn vốn cùng mạng lưới thông tin tốt hơn nhiều so với những đối thủ khác.

Chương 3 đề cập đến các hiện tượng bong bóng trên thị trường tài chính. Tác giả cung cấp một phần phân tích tổng quát cho lịch sử phát triển của thị trường chứng khoán Mỹ trong giai đoạn từ năm 1979 đến 2008. Giai đoạn này được lựa chọn để nắm bắt được một cách bao quát nhất một chu kỳ từ suy thoái đến sự hình thành bong bóng và điểm vỡ của bong bóng trong thị trường chứng khoán Mỹ. Sử dụng sự nhảy vọt về hoạt động của thị trường chứng khoán trong giai đoạn này, tác giả thể hiện được cổ phiếu, với chức năng là một kênh đầu tư vào các công ty lợi nhuận cao, có tỷ suất lợi nhuận vượt xa trái phiếu.

Chương 4 được dành để bàn về rủi ro, bắt đầu bằng khái niệm cơ bản về bảo hiểm với vai trò là một công cụ phòng chống rủi ro trong tương lai. Tác giả chuyển tiếp đến lịch sử của ngành bảo hiểm hiện đại và nguồn gốc của nó từ Scotland. Sự phát triển của ngành này được gắn liền với Robert Wallace, Alexander Webster, và các nghiên cứu về các ý tưởng liên quan đến xác suất, tuổi thọ trung bình, luật số lớn (law of large numbers), phân phối chuẩn, độ thỏa dụng, và phép suy luận Bayes.

Chương 5 nói về cuộc chơi bất động sản và các ảnh hưởng của nó đến thị trường tài chính, bắt đầu với lịch sử của trò chơi Cờ tỷ phú và sự say mê của các nước phương Tây đối với bất động sản. Tác giả phân tích sự suy tàn của

tầng lớp quý tộc sở hữu bất động sản và sự ra đời của Chính sách Mới (New Deal) cũng như khái niệm bảo lãnh thị trường vay thế chấp mua nhà.

Chương cuối cùng (Chương 6) mô tả quá trình toàn cầu hóa nền kinh tế thế giới về thương mại và đầu tư, sự xuất hiện của các nền kinh tế mới nổi, hay theo cách nói của tác giả là mới nổi trở lại (vì thực tế là một số nền kinh tế này trước đây đã có thời kỳ đặc biệt hùng mạnh). Quá trình toàn cầu hóa được mô tả với một lịch sử đầy bạo lực, với các cuộc chiến tranh và sự áp đặt của người Âu lên các phần còn lại của thế giới, các vụ phá sản ở quy mô quốc gia, và các tác động dây chuyền đưa khủng hoảng cục bộ thành khủng hoảng toàn cầu và sự xuất hiện của hai cuộc Thế chiến.

Phần kết của cuốn sách là một phần viết đầy lắng đọng. Tác giả tóm lược lại bằng ngôn ngữ cô đọng nhất lịch sử phát triển của tiền tệ và hệ thống tài chính quốc tế, sự không bằng phẳng trong lịch sử của nó với quá nhiều giai đoạn bùng-vỡ cũng như nguyên nhân sâu xa của hiện tượng này. Đây là phần viết đặc biệt thú vị với những người muốn có một hình dung tổng quát nhanh chóng về nội dung cuốn sách. Nó cũng đi sâu hơn vào một số vấn đề mang tính học thuật và cung cấp cho độc giả một tóm lược về các nghiên cứu kinh tế học và tài chính hiện đại.

Tiền tệ là một sản phẩm do con người tạo ra, và chỉ để nhằm phục vụ con người. Lịch sử của nó, cũng giống như lịch sử của con người, là một lịch sử mang tính tiến hóa. Lịch sử này là một lịch sử phát triển, nhưng hoàn toàn không bằng phẳng hay chỉ toàn màu hồng. Nó là một lịch sử đầy những biến động và thậm chí thấm đầy máu. Những sai lầm, đổ vỡ, các cuộc khủng hoảng trong hệ thống tiền tệ, tài chính (và vì thế kinh tế) rõ ràng thể hiện rõ nét bản chất con người trong đó. Với 400 trang sách, Niall Ferguson đã có một công trình đặc biệt thú vị, giới thiệu được một bức tranh toàn cảnh của lịch sử này, qua ngôn ngữ kể chuyện thú vị và các phân tích sâu sắc. Cuốn sách này xứng đáng được đọc và chia sẻ bởi tất cả các bạn đọc Việt Nam quan tâm đến "tiền" - không chỉ ở khía cạnh tiêu dùng nó như thế nào, mà đến cả câu chuyện sâu xa và lịch sử đầy biến động của nó cũng như tầm ảnh hưởng khủng khiếp của nó đến đời sống kinh tế hiện đại.

Tiến sĩ Trần Vinh Dự

DẪN NHẬP

Miếng ăn, tiền mặt, xèng, đồng, bạc, hào... cho dù bạn gọi nó là gì thì tiền vẫn quan trọng. Với người Ki tô giáo, lòng yêu tiền là nguồn gốc của mọi tội lỗi. Với các vị tướng, tiền là tài lực nuôi chiến tranh; với các nhà cách mạng, nó là gông xiềng của tầng lớp lao động. Nhưng thực sự thì tiền là gì? Có phải nó là một núi bạc như các nhà chinh phục người Tây Ban Nha từng nghĩ? Hay chỉ cần là những phiến đất sét và những tờ giấy in? Làm thế nào mà chúng ta lại sống trong một thế giới nơi hầu hết tiền bạc đều vô hình, không nhiều nhặn gì hơn những con số trên màn hình máy tính? Tiền từ đâu đến? Và chúng đã biến đi đâu?

Năm 2007 thu nhập của một người Mỹ trung bình (dưới 34.000 đô la chút ít) chỉ tăng suýt soát 5%. [1] Trong khi đó chi phí sống tăng 4,1%. Như vậy trên thực tế, ông Trung Bình chỉ giàu có hơn trước 0,9%. Nếu tính cả lạm phát, thu nhập của một hộ gia đình tầm trung vị [2] ở Mỹ hầu như không thay đổi kể từ năm 1990 và chỉ tăng có 7% trong suốt mười tám năm qua. [3] Hãy thử so sánh tình trạng của ông Trung Bình với Lloyd Blankfein, giám đốc điều hành Ngân hàng Đầu tư Goldman Sachs. Năm 2007, ông Lloyd nhận được 68,5 triệu đô la tiền lương, tiền thưởng và cổ phiếu thưởng, tăng 25% so với năm trước, và gấp gần 2.000 lần thu nhập của một anh Joe Trung Bình. Cũng cùng năm đấy, doanh thu thuần của Goldman Sachs đạt 46 tỷ đô la, cao hơn tổng sản phẩm quốc nội (GDP) của hơn một trăm quốc gia, trong đó có Croatia, Serbia và Slovenia; Bolivia, Ecuador và Guatemala; Angola, Syria, và Tunisia. Tổng tài sản của ngân hàng này lần đầu tiên vượt mức 1.000 tỷ đô la.[4] Nhưng Lloyd Blankfein còn lâu mới là người kiếm được nhiều nhất trong giới tài chính. Nhà quản lý quỹ phòng hộ kỳ cựu George Soros đã kiếm được 2,9 tỷ đô la. Ông Ken Griffin ở công ty Citadel, cũng như những người sáng lập hai quỹ phòng hộ hàng đầu khác, đã bỏ túi hơn 2 tỷ đô la. Trong khi đó, gần một tỷ người trên thế giới phải sống với thu nhập 1 đô la mỗi ngày. [5]

Bạn giận dữ vì thế giới quá bất công ư? Tức tối vì những nhà tư sản kếch xù cùng những chủ nhà băng có lợi tức lên đến tiền tỷ ư? Hoang mang bởi hố ngăn toang hoác giữa kẻ Có, người Không với kẻ Chơi du thuyền ư? Bạn không phải là người duy nhất mang tâm trạng đó. Trong suốt lịch sử văn minh phương Tây, thường xuyên có một mối thù hằn đối với ngành tài chính và những nhà tài chính, bắt nguồn từ quan niệm cho rằng những ai kiếm sống bằng nghề cho vay tiền đều phần nào là những kẻ ăn bám trên các hoạt động kinh tế "thực thụ" trong nông nghiệp và công nghiệp. Sự thù hằn này có ba lý do. Một phần là bởi vì các con nợ thường đông đảo hơn các chủ nợ

và con nợ thường hiếm khi có thiện cảm với chủ nợ. Một phần khác là bởi vì các cuộc khủng hoảng tài chính và bê bối tài chính xảy ra thường xuyên tới mức tạo ra ấn tượng rằng hoạt động tài chính là lý do dẫn tới nghèo đói chứ không phải giàu sang, dẫn tới biến động chứ không phải ổn định. Và một phần nữa là bởi vì, trong nhiều thế kỷ, dịch vụ tài chính ở các nước trên thế giới được cung cấp một cách bất tương xứng bởi những thành viên của một vài cộng đồng thiểu số xét về mặt dân tộc hay tôn giáo, những người đã bị tước mất quyền sở hữu đất đai hay các chức vụ nhà nước, nhưng lại đạt được thành công trong ngành tài chính nhờ các hệ thống gắn kết chặt chẽ dựa trên cơ sở họ hàng và lòng tin.

Bất chấp các thành kiến thâm căn cố đế của chúng ta đối với "đồng tiền bẩn thỉu", tiền vẫn là gốc rễ cho hầu hết tiến bộ. Biến tấu một câu nói của Jacob Bronowski [6] (mà hồi còn là học sinh, tôi thường chăm chú xem chương trình ti vi tuyệt vời của ông về lịch sử tiến bộ khoa học) thì sự lên ngôi của đồng tiền là điều thiết yếu cho sự lên ngôi của con người. Khác xa với công việc của những kẻ bóc lột chỉ biết hút máu các gia đình nợ nần hay đánh bạc bằng tiền tiết kiệm của đám mẹ góa con côi, những sáng kiến tài chính là nhân tố không thể thiếu được trong bước tiến của loài người từ mức sống khốn khổ lên những đỉnh cao huy hoàng của sự thịnh vượng vật chất mà nhiều người hôm nay được hưởng. Cuộc tiến hóa của tín dụng và cho vay nợ cũng quan trọng không kém bất cứ phát minh khoa học kỹ thuật nào trong sự trưởng thành của văn minh nhân loại, từ Babylon cổ đại cho tới Hồng Kông ngày nay. Các ngân hàng và thị trường trái phiếu tạo ra nền tảng vật chất cho sự huy hoàng của thời Phục hưng ở Italia. Tài chính doanh nghiệp là nền tảng không thể thiếu cho cả đế quốc của người Hà Lan và người Anh, cũng như thắng lợi của nước Mỹ trong thế kỷ 20 không thể tách rời khỏi những tiến bộ trong lĩnh vực bảo hiểm, tài chính thế chấp mua nhà và tín dụng tiêu dùng. Và có lẽ, một cuộc khủng hoảng tài chính sẽ là thứ báo hiệu ngày tàn đối với vai trò đứng đầu toàn cầu của nước Mỹ.

Đằng sau mỗi hiện tượng lịch sử vĩ đại là một bí mật tài chính, và cuốn sách này ra đời nhằm làm sáng tỏ những bí mật quan trọng nhất trong số đó. Lấy ví dụ, thời Phục hưng tạo ra sự bùng nổ trong thị trường các tác phẩm nghệ thuật và kiến trúc bởi lẽ các chủ ngân hàng Italia như dòng họ Medici tạo ra cả gia tài nhờ áp dụng toán học phương Đông vào tiền tệ. Cộng hòa Hà Lan chiếm thế thượng phong trước Đế chế Habsburg bởi vì việc sở hữu thị trường chứng khoán đầu tiên trên thế giới có ưu thế hơn so với việc sở hữu mỏ bạc lớn nhất thế giới. Các vấn đề của vương triều Pháp không thể giải quyết được nếu không có một cuộc cách mạng bởi vì một kẻ sát nhân từng bị kết án người Scotland đã làm sụp đổ hệ thống tài chính Pháp qua việc gây ra sự kiện bong bóng vỡ đầu tiên trên thị trường chứng khoán. Vai trò của Nathan Rothschild cũng quan trọng không kém vai trò của công tước

Wellington trong chiến bại của Napoléon tại Waterloo. Chính sự dại dột về tài chính, một vòng quay chết chóc của vỡ nợ và phá giá, đã khiến Argentina từ nước giàu thứ sáu thế giới trong thập niên 1880 trở thành nước có lạm phát leo thang không gượng dậy được trong thập niên 1980.

Đọc cuốn sách này bạn sẽ hiểu tại sao, thật là nghịch lý, những người sống ở quốc gia an toàn nhất thế giới cũng là những người được bảo hiểm nhiều nhất trên thế giới. Bạn sẽ phát hiện ra từ bao giờ và tại sao những dân tộc nói tiếng Anh lại mang nỗi ám ảnh kỳ quặc với việc mua bán nhà. Có lẽ điều quan trọng hơn cả là bạn sẽ thấy quá trình toàn cầu hóa tài chính, cùng với nhiều hệ quả khác, đã xóa nhòa ranh giới ngày xưa giữa các thị trường phát triển và các thị trường mới nổi như thế nào, biến Trung Quốc trở thành chủ ngân hàng của nước Mỹ - chủ nợ cộng sản của con nợ tư bản, một sự đổi thay có tầm thời đại.

Có những khi sự lên ngôi của đồng tiền dường như là không thể nào khác được. Trong năm 2006, sản lượng kinh tế toàn thế giới được ước lượng vào khoảng 47 nghìn tỷ đô la. Tổng giá trị vốn hóa thị trường trên các thị trường chứng khoán thế giới đạt 51 nghìn tỷ đô la, cao hơn 10%. Tổng giá trị trái phiếu trong nước và quốc tế đạt 68 nghìn tỷ đô la, cao hơn 50%. Giá trị các loại chứng khoán phái sinh (derivative) đang lưu hành đạt 473 nghìn tỷ đô la, nhiều hơn mười lần tổng sản lượng kinh tế. Hành tinh Tài chính đang khiến Hành tinh Trái đất trở nên còi cọc. Và Hành tình Tài chính dường như cũng xoay nhanh hơn. Mỗi ngày có hai nghìn tỷ đô la được giao dịch trên các thị trường ngoại hối. Mỗi tháng có bảy nghìn tỷ đô la được giao dịch trên các thị trường chứng khoán toàn cầu. Mỗi phút trong mỗi giờ trong mỗi ngày trong mỗi tuần, luôn có một ai đó ở nơi nào đó đang giao dịch. Và các hình thức tài chính mới luôn được tạo ra. Lấy ví dụ, trong năm 2006, khối lượng các cuộc thôn tính dùng đòn bẩy tài chính (dùng vốn vay để mua lại các hãng) tăng vọt lên tới 753 tỷ đô la. Sự bùng nổ "chứng khoán hóa", nhờ đó các khoản nợ riêng lẻ như vay thế chấp mua nhà được "cắt lát", rồi gộp lại với nhau và tái đóng gói để bán ra, đã khiến cho tổng giá trị phát hành hằng năm của các loại chứng khoán được bảo đảm bằng thế chấp mua nhà, chứng khoán được bảo đảm bằng tài sản và các cam kết nợ có thế chấp (collateralised debt obligation - CDO) đạt trên ba nghìn tỷ đô la. Khối lượng hợp đồng phái sinh - tức là các hợp đồng dựa trên chứng khoán, chẳng hạn như hợp đồng hoán đổi lãi suất (interest rate swap) hay hợp đồng hoán đổi rủi ro vỡ nợ tín dụng (credit default swap) - còn tăng nhanh hơn, đến nỗi tới cuối năm 2007, giá trị danh nghĩa của các công cụ phái sinh phi tập trung ("over-the-counter") [7] (tức là ngoài các công cụ được mua bán trên các sàn giao dịch tự do) đã đạt gần 600 nghìn tỷ đô la. Trước thập niên 1980, người ta hầu như không biết tới các công cụ tài chính này. Các định chế tài chính mới cũng sinh sôi nảy nở. Quỹ phòng hộ đầu tiên được thành lập vào thập

niên 1940, và cho tới những năm 1990 mới chỉ có 610 quỹ như vậy, quản lý 38 tỷ đô la. Hiện nay đã có tới hơn 7.000 quỹ, quản lý số tiền 1,9 nghìn tỷ đô la. Các công ty cổ phần tư nhân cũng sinh sôi nảy nở, cùng với một hệ thống ngân hàng ngầm (shadow banking system) thông qua các "pháp nhân ống dẫn" [8] và các "pháp nhân đầu tư được cơ cấu hóa" (structured investment vehicle – SIV [9], được đặt ra để tách các tài sản nhiều rủi ro khỏi bảng cân đối của ngân hàng. Nếu như trong bốn thiên niên kỷ qua, người ta đã được chứng kiến sự lên ngôi của con người tư duy, thì ngày nay chúng ta dường như đang sống trong thời lên ngôi của con người hoạt động ngân hàng.

Năm 1947, tổng giá trị gia tăng mà khu vực tài chính đóng góp chiếm 2,3% tổng sản phẩm quốc nội của nước Mỹ; tới năm 2005, phần đóng góp của khu vực này đã lên tới 7,7% GDP. Nói cách khác, hiện nay cứ trong mỗi 13 đô la trả cho người làm công ở Mỹ thì xấp xỉ 1 đô la được trả cho những người làm việc trong ngành tài chính. [10] Ở Anh, tài chính còn đóng vai trò quan trọng hơn khi năm 2006 nó đóng góp tới 9,4% GDP. Khu vực tài chính cũng là cực hút mạnh mẽ nhất trên thế giới đối với các tài năng học thuật. Hồi năm 1970, chỉ có khoảng 5% những người tốt nghiệp Đại học Harvard, nơi tôi đang giảng dạy, vào làm trong ngành tài chính. Tới năm 1990, con số này đã lên tới 15% [11]. Tỷ lệ này năm ngoái (2007) còn cao hơn nữa. Theo tờ Harvard Crimson, hơn 20% nam giới tốt nghiệp năm 2007 và 10% nữ giới trông đợi công việc đầu tiên của mình là trong ngành ngân hàng. Nhưng ai có thể trách họ? Trong những năm gần đây, cả lương và tiền thưởng trong ngành tài chính cao gần gấp ba lần tiền lương của những sinh viên tốt nghiệp các trường trong nhóm Ivy League [12] làm trong các khu vực khác của nền kinh tế.

Vào thời điểm lứa sinh viên khóa 2007 tốt nghiệp, có vẻ như không gì có thể ngăn cản được sự đi lên không ngừng của nền tài chính toàn cầu. Kể cả cuộc tấn công khủng bố ở New York và London. Kể cả chiến sự dữ dội ở Trung Đông. Lại càng không phải là sự biến đổi khí hậu toàn cầu. Bất chấp việc Trung tâm Thương mại Thế giới bị phá hủy, bất chấp các cuộc xâm lược Afghanistan và Iraq và sự tăng vọt của các hiện tượng thời tiết khắc nghiệt, giai đoạn từ cuối năm 2001 tới giữa năm 2007 được đánh dấu bằng sự mở rộng không ngừng các hoạt động tài chính. Đúng là ngay sau khi xảy ra thảm họa 11/9, Chỉ số Trung bình Công nghiệp Dow Jones giảm tới 14%. Nhưng chỉ sau đó hai tháng, chỉ số này đã lấy lại được mức tương đương thời điểm trước ngày 11/9. Hơn nữa, cho dù 2002 là một năm đáng thất vọng đối với các nhà đầu tư cổ phiếu Mỹ, thị trường sau đấy đã tăng điểm và vượt qua mức đỉnh trước đó (ở thời điểm cao trào cơn điên cuồng "dot com") vào mùa thu năm 2006. Tới đầu tháng 10/2007, chỉ số Dow Jones đạt ở mức gần gấp đôi mức đáy của năm năm trước. Và sự tăng trưởng của thị trường

chứng khoán Mỹ không phải là hiện tượng ngoại lệ. Trong năm năm tính tới ngày 31/7/2007, tất cả các thị trường cổ phiếu trên thế giới, chỉ trừ có hai thị trường, đều có lợi nhuận hằng năm ở mức hai chữ số. Trái phiếu của các thị trường mới nổi cũng tăng mạnh mẽ và các thị trường bất động sản, nhất là tại các nước nói tiếng Anh, đều có được sự tăng vốn đáng kể. Bất kể các nhà đầu tư bỏ tiền vào hàng hóa, tác phẩm nghệ thuật, rượu vang lâu năm hay các loại chứng khoán được bảo đảm bằng tài sản kỳ quái, họ đều kiếm được tiền.

Làm thế nào để giải thích các hiện tượng kỳ lạ này? Theo một trường phái tư duy, các sáng kiến tài chính mới nhất đã cải thiện về căn bản tính hiệu quả của thị trường vốn toàn cầu; cho phép rủi ro được phân bổ cho những bên có khả năng gánh chịu nó tốt nhất. Những người nhiệt tâm nói tới sự cáo chung tính biến động của thị trường. Các nhà quản lý ngân hàng tự mãn tổ chức hội thảo với các nhan đề như "Sự tiến hóa của thành tựu". Vào tháng 11/2006, tôi có mặt trong một hội thảo như vậy được tổ chức tại căn phòng sang trọng của câu lạc bộ Lyford Cay trên quần đảo Bahamas. Đề tài bài phát biểu của tôi là vấn đề rất dễ xảy ra sự sụt giảm lượng thanh khoản lúc đó đang tràn trề chảy qua hệ thống tài chính toàn cầu, và chúng ta cần cẩn trọng khi nghĩ rằng thời kỳ tốt đẹp sẽ kéo dài mãi mãi. Các thính giả tỏ ra không ấn tượng gì với bài phát biểu này. Họ cho rằng tôi là một kẻ thích đánh động. Một trong các nhà đầu tư giàu kinh nghiệm bậc nhất có mặt tại đó thậm chí còn đề nghị ban tổ chức năm sau, "không mời diễn giả bên ngoài, thay vào đó làm một suất chiếu bộ phim *Mary Poppins*".[13] Việc nhắc tới *Mary Poppins* đã đánh thức một ký ức thời thơ ấu của tôi. Những người hâm mộ Julie Andrews có lẽ cũng nhớ rằng cốt truyện của bộ phim ca nhạc trẻ mãi ấy xoay quanh một sự kiện tài chính đã kịp mang vẻ cổ lỗ vào thập niên 1960 khi bộ phim được sản xuất: một cuộc rút tiền hàng loạt - khi những người gửi tiền đổ xô đến ngân hàng rút tiền. Người ta đã không còn thấy hiện tượng nào như thế ở London kể từ năm 1866.

Không phải ngẫu nhiên mà gia đình mướn Mary Poppins có tên là Banks. Ông Banks quả thật là một người làm ngân hàng, nhân viên cấp cao của Ngân hàng ủy thác Dawes, Tomes Mousley, Grubbs, Fidelity. Do ông này nài nỉ, lũ trẻ nhà Banks một ngày nọ được bà trông trẻ mới dẫn tới ngân hàng của ông, tại đây ông Dawes khuyên con trai ông Banks, cậu Michael, gửi tiết kiệm số tiền tiêu vặt của cậu (mặc dù trong túi cậu chỉ có đồng hai xu). Thật không may, cậu Michael trẻ tuổi muốn dùng số tiền này để mua thức ăn cho lũ bồ câu ở ngoài ngân hàng, và đòi ông Dawes, "Trả đây! Trả tiền của cháu đây!" Không may hơn nữa, một số người khách khác của ngân hàng nghe thấy lời khẩn khoản của Michael. Kết quả là họ bắt đầu rút tiền của mình. Chẳng mấy chốc, một toán các chủ tài khoản thi nhau rút tiền, khiến ngân hàng phải ngừng việc thanh toán. Bị sa thải một cách thích đáng, ông Banks

phải bật lên tiếng than vãn đầy bi thảm rằng ông đã bị "làm cho tan nát và sụp đổ khi đang ở đỉnh cao". Những lời này có lẽ cũng thích đáng nếu đặt vào miệng Adam Applegarth, cựu giám đốc điều hành ngân hàng Northern Rock ở nước Anh. Ông này đã gặp phải tình cảnh tương tự vào tháng 9/2007 khi khách hàng lũ lượt xếp hàng trước các chi nhánh ngân hàng của ông ta để rút tiền. Việc này diễn ra sau thông báo rằng Northern Rock đã cầu viện tới "hỗ trợ thanh khoản" từ Ngân hàng Anh.

Cuộc khủng hoảng tài chính giáng xuống thế giới phương Tây mùa hè năm 2007 là lời nhắc nhở kịp thời về một trong các chân lý vĩnh hằng của lịch sử tài chính. Không sớm thì muộn mọi bong bóng đều vỡ. Không sớm thì muộn số người bán khi giá hạ sẽ nhiều hơn số người mua khi giá lên. Không sớm thì muộn lòng tham sẽ trở thành nỗi sợ. Thời điểm tôi hoàn thành nghiên cứu cho cuốn sách này vào những tháng đầu năm 2008, khả năng nền kinh tế Mỹ rơi vào tình trạng suy thoái đã hiện ra rõ rệt. Có phải bởi vì các công ty Mỹ ngày càng kém trong việc thiết kế các sản phẩm mới? Hay bởi vì tốc độ đổi mới công nghệ đột nhiên chậm lại? Không. Lý do gần nhất của tình trạng bất ổn kinh tế năm 2008 là nằm ở ngành tài chính: nói chính xác hơn, đó là một cơn co thắt trên thị trường tín dụng, do tình trạng không trả được nợ leo thang ở một loại hình nợ được biết đến với cái tên mỹ miều là các khoản vay thế chấp mua nhà dưới chuẩn (subprime mortgage). Hệ thống tài chính toàn cầu của chúng ta đã trở nên tinh vi tới mức các gia đình tương đối nghèo tại những bang từ Alabama tới Wisconsin có thể mua hay tái thế chấp nhà ở của họ bằng những khoản vay thường là phức tạp. Những khoản vay này sau đó sẽ được gộp vào với những khoản vay tương tự (mà các gia đình này không được biết), sau đó được tái đóng gói thành các cam kết nợ có thế chấp (CDO), được các ngân hàng ở New York và London bán lại cho các ngân hàng địa phương ở Đức, các chính quyền thành phố ở Na Uy - những nơi này mới thực sự là những người cho vay thế chấp nhà ở. Các CDO này được chia nhỏ tới độ người ta có thể cam đoan rằng "cấp" lãi suất thu từ những người đi vay ban đầu cũng đáng tin cậy không kém tiền lãi từ trái phiếu kỳ hạn mười năm của Bộ Tài chính Mỹ, và do đó xứng đáng được xếp hạng tín dụng AAA. Công nghệ giả kim tài chính đã đạt tới độ tinh xảo mới, đủ để có thể biến chì thành vàng.

Thế nhưng, khi các khoản vay mua nhà thế chấp ban đầu được ấn định lại ở mức lãi suất cao hơn sau khi kết thúc giai đoạn một hay hai năm "dùng thử", nhiều người vay bắt đầu vỡ nợ. Đây là dấu hiệu cho thấy bong bóng bất động sản ở Mỹ bắt đầu vỡ, gây ra mức sụt giảm giá nhà mạnh nhất kể từ những năm 1930. Những gì xảy ra sau đó giống như một phản ứng dây chuyền diễn ra chậm chạp nhưng có sức tàn phá ghê gớm. Tất cả các loại chứng khoán được bảo đảm bằng tài sản, kể cả nhiều công cụ tài chính trên thực tế không bảo đảm bằng thế chấp dưới chuẩn, đã sụt giảm giá trị nghiêm

trọng. Các tổ chức tài chính như "ống dẫn" và "pháp nhân đầu tư được cơ cấu hóa" do các ngân hàng lập ra để giữ các chứng khoán này nằm ngoài bảng cân đối đều ở trong tình trạng hết sức khó khăn. Với việc mua vào số chứng khoán đó, tỷ lệ giữa vốn và tài sản của các ngân hàng rót xuống gần mức tối thiểu theo luật định. Các ngân hàng trung ương ở Mỹ và châu Âu tìm cách làm giảm áp lực lên các ngân hàng thông qua việc cắt giảm lãi suất và hỗ trợ cho vay bằng các "chương trình đấu giá có kỳ hạn" đặc biệt. Thế nhưng, vào thời điểm viết cuốn sách này (tháng 5/2008), lãi suất mà các ngân hàng được phép vay tiền, cho dù dưới hình thức phát hành thương phiếu, bán trái phiếu hay vay mượn lẫn nhau, vẫn cao hơn đáng kể so với lãi suất mục tiêu của quỹ Dự trữ Liên bang, cũng là mức lãi suất cho vay tối thiểu trong nền kinh tế Mỹ. Những khoản vay ban đầu dự tính dành cho các doanh nghiệp hợp doanh tư nhân để họ mua lại các công ty thì nay cũng chỉ có thể bán ra ở mức chiết khấu cao. Do gánh chịu những tổn thất nặng nề, nhiều ngân hàng nổi tiếng của Mỹ và châu Âu đã không chỉ cầu cứu ngân hàng trung ương các nước phương Tây để vay các khoản hỗ trợ ngắn hạn nhằm tái lập dự trữ, mà còn quay sang các quỹ lợi ích quốc gia (sovereign wealth fund) của các nước châu Á và Trung Đông nhằm được bổ sung vốn cổ phần để tái thiết vốn cơ sở.

Tất cả những điều này dường như đầy bí ẩn với một số độc giả. Nhưng tỷ lệ vốn trên tài sản của các ngân hàng, cho dù nghe có vẻ mang tính chuyên môn, có nhiều ý nghĩa trong thực tiễn chứ không chỉ trong sách vở. Dù thế nào đi nữa, người ta cũng đã nhất trí đổ lỗi cho vụ "đại co cụm" trong hệ thống ngân hàng Mỹ, coi đó là lý do dẫn tới sự bùng phát và tiến triển của cuộc Đại Suy thoái 1929-1933, thảm họa kinh tế tồi tệ nhất trong lịch sử hiện đại. [14] Nếu các ngân hàng Mỹ thực sự đánh mất nhiều hơn nhiều con số 255 tỷ đô la, mà hiện nay họ thừa nhận, do khủng hoảng vay mua nhà thế chấp dưới chuẩn và đổ vỡ tín dụng, thì có một nguy cơ thực thụ là sự đổ vỡ tín dụng phải ở mức độ lớn hơn nhiều - có thể là gấp mười lần - mới đủ để khiến cho bảng cân đối của các ngân hàng sụt giảm tương ứng với mức giảm vốn của chúng. Nếu cuộc khủng hoảng này quét sạch hoàn toàn hệ thống ngân hàng ngầm bao gồm các khoản nợ được chứng khoán hóa và các tổ chức nằm ngoài bảng cân đối, thì sự đổ vỡ tín dụng còn phải nghiêm trọng hơn nữa.

Điều này có hệ lụy không chỉ với nước Mỹ mà với cả thế giới, bởi lẽ sản lượng của Mỹ hiện nay chiếm hơn một phần tư tổng sản lượng toàn cầu, trong khi nhiều nền kinh tế châu Âu và nhất là châu Á vẫn phụ thuộc nặng nề vào thị trường Mỹ cho các sản phẩm xuất khẩu. Châu Âu hiện nay dường như cũng sắp phải trải qua cuộc suy giảm có quy mô tương tự như ở Mỹ, đặc biệt tại một số nước (như Anh và Tây Ban Nha) vừa trải qua những bong bóng nhà đất tương tự. Khả năng châu Á có thể thoát khỏi ảnh hưởng của

suy thoái Mỹ, tương tự như nước Mỹ từng thoát khỏi cuộc khủng hoảng châu Á năm 1997-98, tới nay vẫn chưa rõ ràng. Điều chắc chắn là những nỗ lực của Cục Dự trữ Liên bang nhằm giảm thiểu sự đổ vỡ tín dụng bằng cách cắt giảm lãi suất và tăng thanh khoản trong hệ thống ngân hàng Mỹ hiện đang tạo ra sức ép xuống giá nặng nề đối với giá trị đối ngoại của đồng đô la. Việc đồng đô la mất giá trùng hợp với tăng trưởng công nghiệp liên tục của châu Á đã làm giá hàng hóa tăng vọt ở mức tương đương với thập niên 1940 chứ không chỉ là 1970. Không quá khi nói rằng vào giữa năm 2008, chúng ta đã chứng kiến các triệu chứng lạm phát của một cuộc chiến tranh thế giới trong khi không hề có cuộc chiến tranh thế giới nào.

Nếu như ai đó đọc đoạn văn trên mà không cảm thấy lo lắng gì thì chắc hẳn người ấy không hiểu nhiều về lịch sử tài chính. Do vậy, một trong những mục đích của cuốn sách này là giáo dục nhận thức. Có một thực tế phổ biến là một tỷ lệ đáng kể công chúng ở các nước nói tiếng Anh không hiểu gì về tài chính.

Theo một cuộc điều tra vào năm 2007, bốn trong số mười chủ thẻ tín dụng ở Mỹ không trả hết số tiền nợ đến hạn hằng tháng của thẻ mà họ sử dụng thường xuyên nhất, cho dù mức lãi suất âm mà các công ty thẻ tín dụng áp dụng là hết sức cao. Gần một phần ba (29%) nói rằng họ không biết mức lãi suất trên thẻ của họ là bao nhiêu. 30% khác cho rằng nó thấp hơn 10%, trong khi trên thực tế hầu hết các công ty thẻ tín dụng áp dụng mức lãi suất cao hơn đáng kể so với con số 10%. Hơn một nửa số người được phỏng vấn trả lời rằng họ được dạy "không nhiều lắm" hay "không có tí nào" về các vấn đề tài chính ở nhà trường. [15] Một cuộc điều tra năm 2008 cho thấy hai phần ba người Mỹ không hiểu lãi suất kép được tính như thế nào. [16] Trong cuộc điều tra do các nhà nghiên cứu ở Trường Quản trị thuộc Đại học Buffalo tiến hành, một nhóm học sinh lớp 12 chỉ đạt điểm 52 trên 100 khi trả lời các câu hỏi về tài chính cá nhân và kinh tế. [17] Chỉ có 14% biết rằng cổ phiếu có xu hướng tạo ra lợi tức sau 18 năm nhiều hơn trái phiếu chính phủ Mỹ. Chưa đến 23% biết rằng sẽ đánh thuế thu nhập trên tiền lãi thu được từ tài khoản tiết kiệm nếu như thu nhập của chủ tài khoản lên tới một mức nào đó. Đến 59% không phân biệt được sự khác nhau giữa lương hưu công ty, Bảo hiểm xã hội và chương trình 401(k) [18]. Đây cũng không phải là hiện tượng chỉ có ở Mỹ. Năm 2006, Cơ quan Điều chỉnh và Giám sát Dịch vụ Tài chính Anh (Financial Services Authority) tiến hành điều tra về hiểu biết tài chính của công chúng. Điều tra này cho thấy một phần năm số người được hỏi không biết sức mua của các khoản tiết kiệm của họ sẽ bị ảnh hưởng ra sao với các tỷ lệ lạm phát 5% và lãi suất 3%. Chỉ có một phần mười số người được hỏi biết được mức giảm giá nào tốt hơn cho một chiếc ti vi được định giá ban đầu 250 bảng: giảm 30 bảng hay 10%. Ví dụ trên cho thấy, các câu hỏi nêu

ra trong những cuộc điều tra này đều hết sức cơ bản. Như vậy có thể giả định rằng chỉ có một số ít trong số những người được điều tra có thể phân biệt được, chẳng hạn, sự khác nhau giữa quyền chọn bán (put option) và quyền chọn mua chứng khoán (call option). Và sẽ còn ít người hơn nữa có thể phân biệt được sự khác nhau giữa CDO và CDS.

Các chính trị gia, các ngân hàng trung ương và các nhà kinh doanh thường than phiền về sự thiếu hiểu biết của công chúng về tiền tệ, và điều đó có cơ sở. Một xã hội kỳ vọng hầu hết cá nhân chịu trách nhiệm tự quản lý chi tiêu và thu nhập sau thuế của mình, kỳ vọng hầu hết người trưởng thành đều có nhà riêng mà lại để cho cá nhân xác định cần tiết kiệm bao nhiêu để nghỉ hưu, có nên đóng bảo hiểm y tế hay không, chắc chắn sẽ tích lũy khó khăn cho tương lai khi để cho các công dân được trang bị kiến thức nghèo nàn đưa ra những quyết định tài chính cần đến sự khôn ngoan.

Bước đầu tiên để hiểu sự phức tạp của các tổ chức tài chính hiện đại và thuật ngữ tài chính là tìm hiểu nguồn gốc của chúng. Một khi đã hiểu được nguồn gốc của một tổ chức hay công cụ tài chính, bạn sẽ hiểu được vai trò hiện tại của nó dễ dàng hơn nhiều. Do đó, các bộ phận then chốt của hệ thống tài chính hiện đại sẽ được lần lượt trình bày. Chương đầu tiên trong cuốn sách này lần theo sự lên ngôi của tiền tệ và tín dụng; Chương 2 đề cập tới thị trường trái phiếu; và Chương 3 về thị trường cổ phiếu. Chương 4 thuật lại câu chuyện về bảo hiểm; Chương 5 về thị trường bất động sản; và Chương 6 về sự thăng, trầm rồi lại thăng của tài chính quốc tế. Mỗi chương sẽ nhắm vào một câu hỏi lịch sử quan trọng. Vào lúc nào tiền không còn là kim loại mà biến thành tiền giấy, trước khi biến mất hẳn? Có phải với việc đặt ra lãi suất dài hạn, thị trường trái phiếu sẽ thống trị thế giới? Vai trò của các ngân hàng trung ương ra sao trong các bong bóng trên thị trường cổ phiếu và khi các bong bóng này vỡ? Tại sao bảo hiểm không nhất thiết là cách thức tốt nhất để bảo vệ bạn khỏi rủi ro? Có phải người ta phóng đại những lợi ích của việc đầu tư vào bất động sản? Có phải sự phụ thuộc lẫn nhau về kinh tế giữa Trung Hoa và Mỹ là chìa khóa cho sự ổn định tài chính toàn cầu, hay đó chỉ là con quái vật truyền thuyết?

Với việc cố gắng trình bày lịch sử tài chính từ thời Lưỡng Hà cổ đại cho tới tài chính vi mô hiện đại, chắc hẳn tôi đã đặt ra cho mình một công việc bất khả thi. Rất nhiều nội dung sẽ bị bỏ qua để đảm bảo sự súc tích và đơn giản. Thế nhưng công việc này cũng đáng làm nếu nó có thể khiến hệ thống tài chính hiện đại trở nên rõ ràng hơn trong tâm trí của một bạn đọc bình thường.

Bản thân tôi cũng học được rất nhiều điều khi viết cuốn sách này, trong đó có ba điều nổi bật. Thứ nhất là nghèo khổ không phải là kết quả của việc các nhà tài phiệt tham lam bóc lột người nghèo. Nó liên quan nhiều hơn tới việc *thiếu* các tổ chức tài chính, thiếu vắng các ngân hàng chứ không phải có

mặt chúng. Chỉ khi người đi vay có thể tiếp cận được các mạng lưới tín dụng hiệu quả thì họ mới có thể thoát khỏi nanh vuốt của những kẻ cho vay nặng lãi, và chỉ khi người tiết kiệm có thể gửi tiền của mình vào các ngân hàng đáng tin cậy thì đồng tiền mới có thể luân chuyển từ những kẻ giàu có ăn không ngồi rồi tới những người nghèo khổ chăm chỉ. Luận điểm này không chỉ áp dụng cho các nước nghèo trên thế giới. Nó cũng đúng với những khu vực dân cư nghèo khổ nhất ở các nước phát triển - được biết đến như "những châu Phi trong lòng thế giới phát triển" - chẳng hạn như các khu dân cư ở nơi tôi sinh ra, Glasgow, nhiều người sống lay lắt chỉ với 6 bảng mỗi ngày và phải chi tiêu cho tất cả mọi thứ từ kem đánh răng cho tới phương tiện đi lại, trong khi lãi suất từ bọn cho vay nặng lãi trong vùng có thể lên tới hơn 11 triệu phần trăm một năm.

Điều quan trọng thứ hai mà tôi nhận ra liên quan tới bình đẳng và bất bình đẳng. Nếu như hệ thống tài chính có một khiếm khuyết thì đó là nó phản ánh và khuếch đại chính loài người chúng ta. Theo những gì chúng ta đang học được từ những nghiên cứu ngày một nhiều trong lĩnh vực tài chính hành vi thì tiền tệ khuếch đại xu hướng phản ứng thái quá của chúng ta, xu hướng đánh đu từ trạng thái hân hoan khi tình hình tốt đẹp sang trạng thái não nề ủ dột khi tình hình bất lợi. Các cú bùng và vỡ bong bóng có căn nguyên sâu xa từ sự dễ biến động trong tình cảm của con người. Nhưng tài chính cũng khoét sâu những khác biệt giữa chúng ta, nó đem lại sự giàu có cho những người may mắn, khôn ngoan và làm bần cùng những người kém may mắn và không khôn ngoan lắm. Toàn cầu hóa tài chính có nghĩa là, sau thời kỳ chia rẽ kéo dài hơn ba trăm năm, thế giới không còn có thể được chia ra một cách rõ ràng thành các nước phát triển giàu có và các nước kém phát triển nghèo khổ nữa. Khi các thị trường tài chính trên thế giới càng hội nhập hơn thì cơ hội cho những người hiểu biết tài chính sẽ ngày càng lớn, cho dù họ có sống ở đâu, đồng thời rủi ro nghèo đi của những người thiếu hiểu biết tài chính sẽ gia tăng. Đó nhất định không phải là một thế giới phẳng nếu căn cứ vào sự phân phối thu nhập nói chung, bởi lẽ lợi tức trên vốn đã tăng cao hơn hẳn so với thu nhập của lao động không có kỹ năng và có kỹ năng thấp. Phần thưởng cho việc "khôn ra" chưa bao giờ lại lớn đến thế. Và đòn phạt cho sự thiếu hiểu biết tài chính cũng chưa bao giờ khắc nghiệt đến vậy.

Cuối cùng, tôi hiểu được rằng hiếm có thứ gì lại khó dự đoán chính xác như thời điểm và quy mô của các cuộc khủng hoảng tài chính, bởi vì hệ thống tài chính quả thực rất phức tạp và rất nhiều mối quan hệ trong hệ thống này là phi tuyến tính, thậm chí là hỗn loạn. Sự lên ngôi của đồng tiền chưa bao giờ thuận buồm xuôi gió cả, và mỗi thách thức mới lại gây ra một phản ứng đối phó mới từ những người làm ngân hàng và hội cùng thuyền với họ. Giống như chân trời ở vùng núi Andes, lịch sử tài chính chưa bao giờ là một đồ thị đi lên trơn tru mà là một chuỗi hình răng cưa với những đỉnh và

đáy không đồng đều. Hay, ví von theo cách khác, lịch sử tài chính tựa như một trường hợp tiến hóa cổ điển đang diễn biến, mặc dù nó xảy ra trong khung thời gian ngắn hơn nhiều so với tiến hóa trong thế giới tự nhiên. "Giống như có một số loài bị tuyệt chủng trong tự nhiên," Trợ lý Bộ trưởng Tài chính Mỹ Anthony W. Ryan đã phát biểu trước Quốc hội tháng 9/2007, "một số công cụ tài chính mới sẽ trở nên kém hiệu quả hơn các công cụ khác." Ngôn ngữ kiểu Darwin như thế dường như hết sức thích đáng vào thời điểm tôi viết cuốn sách này.

Có thật là chúng ta đang ở bên bờ vực của "cái chết hàng loạt" trong thế giới tài chính - một trong những sự tuyệt chủng hàng loạt xảy ra có tính định kỳ, giống như sự tuyệt chủng cuối kỷ Cambri đã giết chết 90% loài trên trái đất, hay thảm họa kỷ Phấn Trắng-kỷ Đệ Tam đã xóa sổ khủng long? Đây là một kịch bản mà nhiều nhà sinh vật học có lý do để lo sợ, bởi vì biến đổi khí hậu do con người gây ra đã gieo rắc những hiểm họa tới môi trường sống tự nhiên trên toàn cầu. Nhưng cái chết hàng loạt của các tổ chức tài chính cũng là một kịch bản mà chúng ta phải lo ngại, vì nó là một thảm họa khác cũng do con người gây ra, quét qua hệ thống tài chính toàn cầu một cách chậm rãi và đau đớn.

Vì tất cả những lý do này, dù bạn đang phải mệt mỏi lo mưu sinh hằng ngày hay đang phấn đấu trở thành chủ nhân của vũ trụ, thì bạn cũng cần hiểu được sự lên ngôi của đồng tiền trong thời đại này hơn bao giờ hết. Nếu cuốn sách này góp phần phá vỡ rào cản nguy hiểm đã dựng lên giữa kiến thức tài chính và các loại kiến thức khác thì công sức tôi bỏ ra sẽ không vô ích.

Chương 1 NHỮNG GIẤC MỘNG THAM LAM

Hãy tưởng tượng một thế giới không có tiền. Trong hơn một trăm năm qua, những người theo chế độ công hữu và những người vô chính phủ - đó là chưa kể bọn phản động cực đoan, những người theo tôn giáo cực đoan cùng những tay hippy - đã mơ mộng một thế giới như thế. Theo Friedrich Engels và Karl Marx, tiền chỉ là công cụ cho sự bóc lột tư bản, nó thay thế tất cả mối quan hệ của con người, ngay cả quan hệ trong gia đình, bằng "quan hệ đồng tiền" tàn nhẫn. Như Marx sau đó tìm cách chứng minh trong cuốn *Tư bản*, tiền là lao động được biến thành hàng hóa, là giá trị thặng dư do lao động trung thực tạo ra, bị tước đoạt rồi "vật chất hóa" nhằm thỏa mãn ước vọng tích lũy vô độ của giai cấp tư sản. Những quan điểm như vậy không dễ gì mất đi. Cho tới tận thập kỷ 1970, một số người cộng sản ở châu Âu vẫn ao ước một thế giới không có tiền tệ, như được mô tả đầy hứng khởi theo kiểu không tưởng trên tờ *Socialist Standard* (Ngọn cờ xã hội chủ nghĩa):

Tiền tệ sẽ mất đi... Vàng có thể được dự trữ như Lenin mong muốn, để xây dựng các nhà vệ sinh công cộng... Trong các xã hội cộng sản, hàng hóa sẽ luôn có sẵn và miễn phí. Tổ chức xã hội cho tới tận gốc rễ sẽ không dùng tiền... Ham muốn điên rồ và loạn óc về tiêu dùng và tích lũy sẽ biến mất. Việc tích lũy sẽ trở thành ngớ ngẩn: sẽ không còn có tiền để mà để dành hay người làm công để mà thuê mướn... Những con người mới sẽ giống như những tổ tiên đi săn bắt và hái lượm của họ, tin tưởng thế giới tự nhiên sẽ cung cấp cho họ miễn phí và thừa mứa những gì họ cần để sống, và họ sẽ không còn phải lo lắng cho tương lai...[19]

Thế nhưng không có nhà nước cộng sản nào - thậm chí cả Bắc Triều Tiên - nhận thấy việc bãi bỏ tiền tệ là thực tế. [20] Chỉ cần xem xét qua các xã hội săn bắt-hái lượm cũng đủ thấy cuộc sống không có tiền tệ sẽ có những bất lợi đáng kể.

Năm năm trước đây, các thành viên của bộ lạc Nukak-Makú bất ngờ đi lang thang ra khỏi rừng mưa Amazon gần San Jose del Guaviare ở Colombia. Người Nukak là một bộ lạc bị thời gian lãng quên, bị tách rời khỏi phần còn lại của nhân loại cho tới khi họ xuất hiện đột ngột lần đó. Họ sinh sống hoàn toàn dựa vào những con khỉ săn được và những trái cây lượm được mà không có khái niệm gì về tiền. Họ cũng không có cả khái niệm về tương lai. Ngày nay, họ sống ở một khoảng rừng thưa gần thành phố, nhờ vào trợ cấp của chính quyền. Khi được hỏi họ có nhớ rừng không, họ cười. Sau nhiều đời lê bước cả ngày tìm kiếm cái ăn, họ ngạc nhiên khi giờ đây có những người hoàn toàn xa lạ cung cấp cho họ tất cả những gì họ cần và

không đòi hỏi thứ gì từ họ cả. [21]

Cuộc sống của một người săn bắt-hái lượm thực sự "đơn độc, nghèo khổ, dơ dáy, thô lỗ và ngắn ngủi", giống như mô tả của Thomas Hobbes về thế giới tự nhiên. Tất nhiên là ở một số khía cạnh nhất định, lang thang trong rừng giết khỉ có thể dễ chịu hơn là lao động vất vả trong một nền nông nghiệp tự cấp tự túc. Nhưng các nhà nhân chủng học đã chỉ ra rằng, các bộ lạc săn bắt-hái lượm còn sống sót đến thời hiện đại thường không hiền hòa như người Nukak. Chẳng hạn, với người Jivaro ở Ecuador, gần 60% cái chết của đàn ông là do bạo lực. Con số này với người Yanomamo ở Brazil là gần 40%. Khi hai nhóm người nguyên thủy tình cờ gặp nhau, có nhiều khả năng họ sẽ đánh nhau để tranh giành nguồn lực khan hiếm (lương thực và phụ nữ có khả năng sinh đẻ) hơn là trao đổi thương mại với nhau. Những người săn bắt-hái lượm không buôn bán. Họ cướp đoạt. Họ cũng không để dành mà tiêu thụ thức ăn ngay khi họ tìm thấy chúng. Do đó, họ không cần tới tiền.

Núi tiền

Cũng đã có những xã hội tân tiến hơn người Nukak không dùng tới tiền, điều này có thật. Năm trăm năm trước đây, xã hội tân tiến nhất Nam Mỹ, Đế quốc Inca, là một xã hội phi tiền tệ. Người Inca đánh giá cao những đặc tính thẩm mỹ của các kim loại quý hiếm. Vàng là "mồ hôi của mặt trời", bạc là "nước mắt của mặt trăng". Lao động là đơn vị tính giá trị trong Đế quốc Inca, cũng như sau này nó được giả định trong xã hội cộng sản. Và cũng giống như trong xã hội cộng sản, nền kinh tế của Đế quốc Inca phụ thuộc vào việc lên kế hoạch tập trung, thường là cứng nhắc, và lao động bắt buộc. Thế nhưng vào năm 1532, Đế quốc Inca lụn bại bởi một người, mà cũng như Christopher Columbus, đến Tân Thế giới để tìm kiếm và biến thứ kim loại quý giá kia thành tiền tệ. [22]

Francisco Pizarro, con trai ngoài giá thú của một viên đại tá Tây Ban Nha, đã vượt Đại Tây Dương để tìm kiếm của cải vào năm 1502. [23] Là một trong những người Âu đầu tiên vượt eo đất Panama để tới Thái Bình Dương, ông dẫn đầu chuyến đầu tiên trong ba chuyến viễn chinh tới Peru năm 1524. Địa hình rất khó khăn, thực phẩm khan hiếm và những người bản xứ đầu tiên họ gặp tỏ ra thù địch. Thế nhưng, việc đoàn viễn chinh thứ hai của họ được chào đón tại vùng Tumbes, nơi các cư dân bản xứ chào họ là "những đứa con của mặt trời", đã thuyết phục Pizarro và các đồng sự của ông ta tiếp tục thám hiểm. Trở lại Tây Ban Nha để nhận sự phê chuẩn của triều đình cho kế hoạch "mở rộng đế quốc Castile" [24] và trở thành "Thống đốc Peru", Pizarro đã huy động được 3 tàu, 27 con ngựa và 180 người, được trang bị vũ khí mới

nhất của châu Âu: súng và nỏ tự động. [25] Đoàn viễn chinh thứ ba căng buồm rời Panama ngày 27/12/1530. Những người chinh phục chỉ mất chưa đến hai năm để đạt được mục tiêu của mình: một trận đối đầu với Atahuallpa, một trong hai người con đang tranh giành nhau của hoàng đế Inca Huayna Capac mới qua đời. Sau khi bác bỏ đề nghị tuân phục sự cai trị Kitô giáo từ thầy dòng Vincente Valverd và ném *Kinh Thánh* xuống đất một cách khinh bỉ, Atahuallpa chỉ có thể đứng nhìn người Tây Ban Nha, chủ yếu dựa vào nỗi khiếp hãi mà những con ngựa của họ gây ra (loài vật người Inca chưa hề biết đến), tiêu diệt quân đội của mình. Bởi người Tây Ban Nha ít quân hơn hẳn người Inca, đây thực sự là một kết quả đảo lộn đáng kinh ngạc. [26] Atahuallpa nhanh chóng nhận ra mục đích tìm kiếm của Pizarro và tìm cách mua tự do cho mình bằng đề nghị chất đầy căn phòng nơi ông ta đang bị giam giữ bằng vàng (một lần) và bạc (hai lần). Tính toàn bộ, trong những tháng sau đó người Inca đã thu thập 13.420 pound (6.087 kg) vàng 22 carat và 26.000 pound (11.793 kg) bạc nguyên chất. [27] Dẫu vậy, Pizarro vẫn quyết định xử tử tù nhân của mình và Atahuallpa bị thắt cổ công khai vào tháng 8 năm 1533. [28] Với sự sụp đổ của thành phố Cuzco, Đế quốc Inca bị xé nát trong một trận cướp bóc thả cửa của người Tây Ban Nha. Bất chấp cuộc nổi dậy của Manco Capac, kẻ bị coi là bù nhìn của Pizarro vào năm 1536, ách thống trị của Tây Ban Nha đã được thiết lập vững chắc và được biểu tượng hóa bằng việc xây dựng một kinh đô mới là Lima. Đế quốc Inca chính thức bị giải thể vào năm 1572.

Bản thân Pizarro cũng chết bằng bạo lực như khi ông ta sống. Ông ta bị đâm tới chết tại Lima năm 1541 sau khi cãi nhau với một người đi chinh phục như mình. Nhưng di sản ông ta để lại cho hoàng gia Tây Ban Nha thậm chí còn vượt xa cả mơ ước của chính ông. Những người Tây Ban Nha đi chinh phục bị hấp dẫn bởi huyền thoại về El Dorado, một vị vua người da đỏ mà theo đồn đại thì che phủ thân mình bằng bụi vàng vào những dịp lễ lạt. Tại nơi mà quân của Pizarro gọi là Thượng Peru, một vùng đất hoang vu toàn núi và sương mù mà những ai không quen với độ cao sẽ phải thở gấp, họ tìm thấy một thứ quý giá ngang thế. Tại đỉnh núi cao 4.824 mét so với mực nước biển, đỉnh Cerro Rico - cái tên có nghĩa là "đồi giàu có" - đối xứng tới mức kỳ lạ, họ tìm thấy hiện thân tối thượng của những gì linh nghiệm nhất trong mọi ý tưởng về tiền tệ: một ngọn núi chứa toàn quặng bạc rắn. Khi một người da đỏ tên là Diego Gualpa phát hiện ra năm vỉa bạc lớn ở nơi đây năm 1545, anh ta đã làm thay đổi lịch sử kinh tế thế giới. [29]

Người Inca không thể hiểu được nỗi khao khát vô độ đối với vàng và bạc luôn chi phối người châu Âu. 'Thậm chí nếu tất cả tuyết trên dãy Andes biến thành vàng, họ vẫn không thỏa mãn," Manco Capac đã than phiền như thế. [30] Người Inca không hiểu rằng, đối với Pizarro và người của ông ta, bạc

không chỉ là một thứ kim loại trang trí, sáng lấp lánh. Nó có thể biến thành tiền: một đơn vị kế toán, vật trữ giá trị - thứ quyền lực có thể mang theo người.

Để khai thác mỏ, người Tây Ban Nha trước tiên dựa vào việc trả lương cho dân cư sống ở các làng gần đấy. Nhưng các điều kiện khắc nghiệt tới nỗi kể từ cuối thế kỷ 16, họ đã phải thiết lập hệ thống lao động cưỡng bức (*la mita*), trong đó đàn ông tuổi từ 18 tới 50 ở mười sáu tỉnh cao nguyên phải đi phu lao động mười bảy tuần mỗi năm. [31] Tỷ lệ tử vong đối với các thợ mỏ thật khủng khiếp, một phần lớn là bởi tiếp xúc thường xuyên với khói thủy ngân do quy trình tinh chế ngoài trời, khi quặng bạc đào lên được nghiền nát vụn thành một hỗn hợp cùng với thủy ngân, sau đó được rửa và đun nóng để thủy ngân bốc hơi. [32] Không khí dưới hầm mỏ thời đó (và cả bây giờ) rất độc hại, thợ mỏ phải xuống các giếng sâu 700 bộ (213 mét) trên những bậc thang sơ sài, rồi leo lên lại sau nhiều giờ đào xới với các bao tải chứa quặng đeo trên lưng. Các vụ đá rơi đã giết chết và làm bị thương hàng trăm người. Theo lời của Domingo de Santo Tomás, thành phố Potosí với con sốt khai thác bạc mới xuất hiện là "miệng của địa ngục, nơi có vô số người bước vào mỗi năm và bị lòng tham lam của người Tây Ban Nha đem hiến sinh cho 'vị thần' của họ". Rodrigo de Loaisa gọi các mỏ này là các "hố địa ngục" và nhận xét "nếu hai mươi người da đỏ khỏe mạnh bước vào đấy hôm thứ Hai, một nửa sẽ đi ra què cụt vào ngày thứ Bảy". [33] Thầy tu Fray Antonio de la Calancha dòng Augustine viết năm 1638: "Mỗi đồng peso được đúc ở Potosí lấy đi mạng sống của mười người da đỏ vùi xác sâu dưới những hầm mỏ." Khi lực lượng lao động bản xứ kiệt quệ, hàng nghìn nô lệ châu Phi được mang đến để thay thế vị trí của họ như những "con la người". Thậm chí ngày nay vẫn còn có cái gì đó giống như địa ngục trong những giếng lò và đường hầm ngột ngạt ở Cerro Rico.



Đỉnh Cerro Rico Ở Potosí: núi tiền của Đế quốc Tây Ban Nha

Tuy là nơi chết chóc cho những người bị bắt buộc làm việc tại đây nhưng Potosí lại là mỏ của cải cho Tây Ban Nha. Từ năm 1556 tới năm 1783, "đồi giàu có" này đã cung cấp 45.000 tấn bạc nguyên chất. Số bạc này được chuyển thành các thanh bạc và tiền xu tại Casa de Moneda (xưởng đúc tiền) rồi được vận chuyển tới Seville. Bất chấp không khí loãng và khí hậu khắc nghiệt, Potosí nhanh chóng trở thành một trong những thành phố chính của Đế quốc Tây Ban Nha, với dân số ở thời đỉnh cao vào khoảng từ 160.000 tới

200.000 người, đông hơn hầu hết các thành phố châu Âu vào thời gian đó. *Valer un potosí*, "đáng giá một potosí" hiện nay vẫn là thành ngữ trong tiếng Tây Ban Nha ý nói đáng giá một kho của. Có vẻ như cuộc chinh phục của Pizarro đã khiến cho vương triều Tây Ban Nha giàu có vượt cả những giấc mộng tham lam.

Người ta thường cho rằng tiền là một phương tiện trao đổi, có ưu điểm khắc phục tính thiếu hiệu quả trong giao dịch hàng đổi hàng; là đơn vị kế toán, tạo điều kiện cho việc định giá và tính toán; là vật trữ giá trị, cho phép các giao dịch kinh tế được diễn ra trong những khoảng thời gian dài cũng như vượt qua những khoảng cách địa lý. Để thực hiện tất cả các chức năng này một cách tốt nhất, tiền cần phải có mặt ở mọi nơi, dễ dàng có được, bền chắc, có thể thay thế, có thể mang đi và đáng tin cậy. Vì thỏa mãn được gần như tất cả các tiêu chí này, những kim loại như vàng, bạc và đồng được xem là những nguyên liệu tiền tệ lý tưởng. Những đồng xu đầu tiên được biết đến xuất hiện từ khoảng năm 600 TCN và được các nhà khảo cổ học tìm thấy tại đền thờ Artemis ở Ephesus (gần Izmir, Thổ Nhĩ Kỳ hiện nay). Những đồng tiền xứ Lydia hình trứng này được làm từ hợp kim của vàng và bạc (electrum) và được khắc hình đầu sư tử. Chúng là tiền thân của đồng tetradrachm (đồng 4 drachm) của thành Athens, loại đồng xu bạc được tiêu chuẩn hóa mang hình đầu nữ thần Athena ở một mặt và hình con cú (gắn với nữ thần Athena bởi trí khôn của nó) ở mặt bên kia. Đến thời La Mã, người ta đúc tiền xu bằng ba loại kim loại: aureus (vàng), denarius (bạc) và sestertius (đồng). Các đồng xu này được xếp thứ tự như trên căn cứ vào mức độ hiếm của các kim loại, nhưng tất cả đều mang hình đầu của hoàng đế đang trị vì ở mặt này, và hai nhân vật truyền thuyết Romulus và Remus [34] ở mặt bên kia. Đồng xu không chỉ là sản phẩm của riêng vùng Địa Trung Hải cổ đại nhưng rõ ràng chúng xuất hiện đầu tiên ở nơi này. Mãi cho tới năm 221 TCN, tiền xu bằng đồng được tiêu chuẩn hóa mới xuất hiện ở Trung Quốc dưới triều đại của vị Hoàng đế đầu tiên: Tần Thủy Hoàng. Trong mỗi trường hợp, tiền xu làm từ kim loại quý đều được gắn với những vị vua hùng mạnh, những người giữ độc quyền đúc tiền với mục đích một phần là khai thác nó như một nguồn thu.

Hệ thống tiền xu của La Mã còn thọ hơn cả bản thân đế chế La Mã. Giá cả vẫn được tính bằng các đồng denarius bạc dưới thời Charlemagne, vua của người Frank từ năm 768 tới 814. Nhưng vào thời điểm Charlemagne được phong danh hiệu Hoàng đế (*Imperator Augustus*) vào năm 800 thì xảy ra tình trạng thiếu hụt kinh niên kim loại bạc ở Tây Âu. Nhu cầu tiền lớn hơn ở các trung tâm thương mại phát triển cao hơn trong Đế quốc Hồi giáo đang thống trị Nam Địa Trung Hải và Cận Đông khiến cho thứ kim loại quý hiếm này có xu hướng chảy ra khỏi khu vực châu Âu chậm phát triển. Tiền denarius khan hiếm dưới thời Charlemagne tới mức chỉ cần hai mươi tư

đồng bạc này là đủ để mua được một con bò dưới triều đại Carolingian. Ở một số vùng của châu Âu, người ta dùng hồ tiêu và da sóc để thay thế tiền tệ; ở những vùng khác, *pecunia* [35] chuyển nghĩa là ruộng đất chứ không còn là đồng tiền. Để khắc phục khó khăn này, người châu Âu có một trong hai cách. Họ có thể xuất khẩu lao động và hàng hóa, trao đổi nô lệ và gỗ để lấy bạc ở Baghdad hay lấy vàng châu Phi ở Cordoba và Cairo. Hoặc họ có thể cướp đoạt các kim loại quý giá này bằng cách tiến hành chiến tranh với thế giới Hồi giáo. Trong các cuộc Thập tự chinh, cũng như những cuộc chinh phục sau đó, mục đích khắc phục khó khăn tiền tệ của châu Âu cũng quan trọng không kém gì việc biến những kẻ dị giáo thành người Kitô giáo. [36]

Thập tự chinh là công việc tốn kém mà lợi ích ròng lại khiêm tốn. Để giải quyết những khó khăn tiền tệ của mình, các chính quyền thời trung đại và cận đại đã thất bại trong việc tìm ra giải pháp cho vấn đề mà các nhà kinh tế gọi là vấn đề lớn về tiền lẻ: đó là khó khăn trong việc thiết lập mối quan hệ ổn định giữa các loại tiền được làm từ kim loại khác nhau. Điều này có nghĩa là những đồng tiền có mệnh giá nhỏ dễ bị rơi vào tình trạng thiếu hụt kinh niên, nhưng cũng lại dễ bị mất giá và làm giả. [37] Tại Potosí và những nơi khác ở Tân Thế giới, nơi họ tìm thấy lượng bạc dồi dào (đáng chú ý là Zacatecas ở Mexico), những kẻ chinh phục người Tây Ban Nha dường như đã phá vỡ được sự hạn chế trong nhiều thế kỷ. Người được hưởng lợi đầu tiên tất nhiên là vương triều Castile, kẻ bảo trợ cho những cuộc chinh phục này. Các đoàn tàu vận chuyển, có lúc lên tới 100 tàu, đã đưa 170 tấn bạc mỗi năm vượt qua Đại Tây Dương để cập bến ở Seville. Một phần năm tất cả những gì làm ra thuộc về hoàng gia, và số tiền này chiếm tới 44% tổng chi phí của hoàng gia vào thời điểm kỷ lục ở giai đoạn cuối thế kỷ 16. [38] Nhưng cách người Tây Ban Nha tiêu tiền cũng đảm bảo rằng của cải mới tìm thấy của Tây Ban Nha sẽ khiến cho toàn bộ lục địa châu Âu nhận được sự kích thích tiền tệ. "Đồng tám" của Tây Ban Nha được làm ra dựa vào đồng *thaler* của Đức (là gốc của chữ *dollar* - "đô la" sau này) và trở thành đồng tiền toàn cầu đầu tiên trên thế giới. Nó không chỉ được chi cho những cuộc chiến tranh kéo dài của Tây Ban Nha ở châu Âu mà còn cho quan hệ thương mại đang phát triển nhanh chóng giữa châu Âu với châu Á.

Dẫu thế, tất cả bạc ở Tân Thế giới không thể khiến nước Cộng hòa Hà Lan bất trị phải quỳ gối, không thể khiến nước Anh phải quy phục vương triều Tây Ban Nha, cũng không thể cứu Tây Ban Nha khỏi sự suy thoái không thể tránh khỏi của nền kinh tế và của cả đế quốc. Cũng như vua Midas, các vị vua Tây Ban Nha trong thế kỷ 16 là Charles V và Philip II nhận ra rằng việc dư thừa thứ kim loại quý báu không chỉ là ân sủng mà còn là tai họa. Lý do là gì? Họ đã đào quá nhiều bạc để chi trả cho những cuộc chiến tranh chinh phục của mình, khiến cho thứ kim loại này sụt giảm giá trị

nghiêm trọng dựa trên cơ sở tương quan sức mua với các hàng hóa khác. Trong cuộc "cách mạng giá cả" ảnh hưởng đến toàn châu Âu từ những năm 1540 tới 1640, giá thực phẩm - từng không có xu hướng tăng trong ba trăm năm trước đó - đã tăng mạnh. Tại Anh (nước mà chúng tôi có số liệu về giá đầy đủ nhất), chi phí sống đã tăng bảy lần trong khoảng thời gian này. So với tiêu chuẩn hiện nay thì đây không phải là mức lạm phát cao (trung bình khoảng 2% mỗi năm), nhưng đây là mức tăng khá cao giá bánh mì theo tiêu chuẩn thời Trung Cổ. Trong lòng Tây Ban Nha, việc dư thừa bạc cũng là một "tai ương tài nguyên" giống như việc dư thừa dầu hỏa ở bán đảo Ả Rập, Nigeria, Ba Tư, Nga và Venezuela trong thời hiện đại. Nó làm suy giảm động cơ của hoạt động kinh tế sản xuất, trong khi củng cố sức mạnh của những nhà độc tài thu lợi nhờ vào phí tổn của các hội đồng đại diện cho người dân (trong trường hợp Tây Ban Nha là Cortes tức nghị viện). [39]

Người Tây Ban Nha đã không hiểu rằng giá trị của thứ kim loại quý giá không phải là tuyệt đối. Tiền chỉ có giá trị bằng cái mà người khác sẵn lòng trao cho bạn để đổi lấy nó. Gia tăng lượng cung tiền không làm xã hội giàu hơn, cho dù việc đó có thể làm giàu cho một chính phủ nắm độc quyền sản xuất tiền. Với điều kiện những thứ khác không đổi, mở rộng lượng cung tiền sẽ chỉ khiến giá cả gia tăng.

Quả thực không có lý do nào ngoài sự tình cờ của lịch sử khiến cho trong thời gian rất lâu trong tâm trí người phương Tây, tiền tệ đồng nghĩa với kim loại. Ở Lưỡng Hà thời cổ đại, từ khoảng 5.000 năm trước, người ta đã sử dụng các vật tượng trưng bằng đất sét để ghi nhận các giao dịch liên quan tới nông sản như lúa mạch hay len, hoặc dùng các kim loại như bạc. Nhẫn bạc, bạc khối hay bạc miếng hẳn đã từng đóng vai trò như tiền mặt (và cả thóc cũng vậy), nhưng các tấm đất sét cũng quan trọng như thế, và có thể còn quan trọng hơn. Ngày nay vẫn có rất nhiều tấm còn nguyên vẹn và chúng nhắc nhở rằng vào lúc con người bắt đầu ghi chép lại các hoạt động của mình, họ làm như vậy không phải để viết lịch sử, thi ca hay triết học mà để làm ăn. [40] Chúng ta không thể không kinh ngạc khi cầm lấy những công cụ tài chính cổ xưa ấy. Mặc dù chỉ được làm bằng đất thô sơ, chúng vẫn tồn tại lâu hơn nhiều so với những đồng bạc được đúc ở Potosí. Một tấm đất sét được bảo quản hết sức tốt từ thành phố Sippar (ngày nay là Tell Abu Habbah ở Iraq) có niên đại từ thời trị vì của vua Ammi-ditana (1683-1647 TCN), trên đó viết rằng người cầm tấm đất sét sẽ nhận được một lượng lúa mạch nhất định vào mùa thu hoạch. Một tấm khác, được khắc dưới thời trị vì của nhà vua kế vị, vua Ammi-saduqa, ra lệnh rằng người mang nó sẽ được nhận một lượng bạc nhất định vào cuối cuộc hành trình. [41]



Một tấm đất sét từ thiên niên kỷ 2 TCN ở Lưỡng Hà, mặt trước (ảnh trên) và mặt sau (ảnh trang bên). Chữ khắc trên đó viết rằng Amil-mirra sẽ trả 330 đơn vị lúa mạch cho người mang tấm đất sét này vào mùa thu hoạch.

Nếu các khái niệm cơ bản đó đều có vẻ quen thuộc với chúng ta, thì phần nào là bởi tờ giấy bạc ngân hàng (banknote) hiện đại cũng có chức năng tương tự. Hãy nhìn vào những dòng chữ mầu nhiệm trên bất cứ tờ tiền giấy nào của Ngân hàng Anh: "Tôi hứa sẽ trả cho người mang giấy này theo yêu cầu số tiền là..." ("I promise to pay the bearer on demand the sum of...") Giấy bạc ngân hàng (bắt nguồn từ Trung Quốc vào thế kỷ 7) là những mẩu giấy gần như không có giá trị tự thân. Chúng chỉ là các lời hứa chi trả (và do

đó tên gọi ban đầu của nó ở phương Tây là "hứa phiếu" - promissory note [42]), tương tự các tấm đất sét của Babylon cổ đại vào bốn thiên niên kỷ trước đó. Ở mặt sau đồng 10 đô la có dòng chữ "Chúng ta tin vào Thượng đế", nhưng người mà bạn thực sự tin khi nhận một tờ tiền như vậy là người kế tục công việc của người đàn ông ở mặt trước tờ bạc (Alexander Hamilton, Bộ trưởng Ngân khố đầu tiên của Hoa Kỳ). Vào thời điểm viết cuốn sách này thì nhân vật đó là Henry M. Paulson Con, người tiền nhiệm của Lloyd Blankfein trong vị trí giám đốc điều hành ngân hàng Goldman Sachs. Khi một người Mỹ trao đổi hàng hóa hay lao động của mình để lấy một "nắm" đô la, anh ta thực ra đang tin tưởng rằng "Hank" Paulson (và cả Chủ tịch Hệ thống Dự trữ Liên bang Mỹ Ben Bernake nữa) sẽ không lặp lại sai lầm của Tây Ban Nha trong việc sản xuất quá nhiều tiền giấy, khiến cuối cùng chúng không có giá trị gì nhiều hơn giá trị của mảnh giấy mà chúng được in trên đó.



Ngày nay, bất chấp thực tế là sức mua của đồng đô la đã giảm sút đáng kể trong năm mươi năm qua, chúng ta vẫn khá hài lòng với tiền giấy, không kể tới tiền xu là thứ trên thực tế được làm từ đồ đồng nát. Chúng không phải là những vật trữ giá trị. Ngạc nhiên hơn nữa, chúng ta hài lòng với những thứ tiền mà chúng ta thậm chí không nhìn thấy. Ngày nay, tiền điện tử có thể rời khỏi người thuê mướn chúng ta, đến tài khoản ngân hàng của chúng ta, đến các cửa hàng bán lẻ yêu thích của chúng ta mà có khi chẳng cần phải hiện hữu bằng vật chất. Chính loại tiền "ảo" này hiện đang thống trị cái mà các

nhà kinh tế gọi là cung tiền. Tiền mặt mà những người Mỹ bình thường giữ chỉ chiếm 11% tổng lượng cung tiền được gọi là M2. Tính chất phi vật chất của hầu hết tiền tệ ngày nay có lẽ là bằng chứng tốt nhất cho bản chất thực sự của nó. Những người đi chinh phục đã không hiểu được rằng tiền là vấn đề của niềm tin, thậm chí là đức tin: tin vào người chi trả; tin vào người phát hành tiền hay vào tổ chức sẽ chấp nhận tờ séc hoặc các khoản chuyển khoản của người chi trả. Tiền không nhất thiết phải là kim loại. Nó là sự tín nhiệm được ghi dấu. Và việc ghi dấu vào đâu không quá quan trọng: có thể vào đất sét, vào giấy, vào một màn hình tinh thể lỏng. Bất cứ cái gì cũng có thể trở thành tiền tệ, từ vỏ những con ốc sứ trên quần đảo Maldives tới những chiếc đĩa bằng đá khổng lồ trên quần đảo Yap ở Thái Bình Dương [43]. Và ngày nay, trong thời đại điện tử thì dường như một thứ vô hình cũng có thể trở thành tiền tệ.

Mối quan hệ trung tâm kết tinh trong tiền tệ là quan hệ giữa người cho vay và người đi vay. Hãy nhìn lại những tấm đất sét ở Lưỡng Hà. Các giao dịch được ghi lại trên đó là việc trả nợ những hàng hóa đã cho vay; những tấm này hiển nhiên được người cho vay ghi lên và giữ lại (thường chúng được đặt trong những bình đất sét được niêm phong) để lưu lại số nợ và ngày trả nợ. Hệ thống cho vay của Babylon cổ đại rõ ràng đã khá phức tạp. Các khoản nợ có thể được chuyển nhượng, vì thế người ta viết "trả cho người mang" chứ không phải cho một chủ nợ có tên tuổi rõ ràng. Các phiếu chứng nhận bằng đất sét hay hối phiếu (draft) được phát cho những người gửi ngũ cốc hay các hàng hóa khác tại cung điện hay đền đài. Người cho vay phải trả lãi (khái niệm này có lẽ bắt nguồn từ sự gia tăng tự nhiên đàn gia súc) với mức lãi suất thường lên tới 20%. Các bài tập toán từ thời trị vì của Hammurabi (1792-1750 TCN) cho thấy người ta có thể đã áp dụng lãi suất kép với các khoản cho vay dài hạn. Nhưng nền tảng của tất cả những điều này nằm ở mức độ tin cậy trong lời hứa chi trả của người đi vay. (Không phải ngẫu nhiên mà trong tiếng Anh, gốc của từ "tín dụng" (credit) lại là *credo*, có nghĩa là "tôi tin" trong tiếng Latin.) Những người vay nợ có thể được xóa nợ theo định kỳ - trên thực tế, Luật Hammurabi quy định xóa nợ ba năm một lần - nhưng điều này có lẽ không ngăn cản việc làm ăn của những người cho vay cá nhân hay công cộng với kỳ vọng hợp lý rằng họ sẽ nhận lại được tiền của mình. [44] Trái lại, xu hướng lâu dài ở Lưỡng Hà thời cổ đại là mở rộng tài chính khu vực tư nhân. Tới thế kỷ 6 TCN, các gia đình như nhà Egibi ở Babylon đã trở thành các chủ đất và chủ nợ đầy thế lực, với các lợi ích thương mại trải dài tới Uruk cách đấy hơn 100 dặm về hướng nam và tràn vào Ba Tư về hướng đông. Hàng nghìn tấm đất sét còn tồn tại từ thời đó cho chúng ta biết số người đã trở thành con nợ của nhà Egibi vào lúc này hay lúc khác. Việc gia đình này thịnh vượng trong năm đời cho thấy nhìn chung

họ đều thu lại được các khoản cho vay của mình.

Sẽ không hoàn toàn chính xác khi nói rằng tín dụng được phát minh ra ở Lưỡng Hà cổ đại. Hầu hết các khoản cho vay ở Babylon chỉ là các khoản tiền ứng trước đơn giản từ các nhà kho thuộc hoàng gia hay tôn giáo. Khi ấy vẫn chưa có tín dụng theo nghĩa hiện đại như sẽ được thảo luận ở cuối chương này. Mặc dù vậy, đây là bước khởi đầu quan trọng. Nếu thiếu đi nền tảng đi vay và cho vay thì lịch sử kinh tế thế giới sẽ khó lòng khởi sắc. Và nếu không có mạng lưới ngày càng phát triển của mối quan hệ giữa chủ nợ và con nợ thì kinh tế toàn cầu ngày nay sẽ bị ngừng lại. Trái ngược với bài hát nổi tiếng trong vở nhạc kịch *Cabaret*, tiền không làm trái đất quay tròn theo nghĩa đen. Nhưng nó khiến cho một số lượng khổng lồ những con người, hàng hóa và dịch vụ di chuyển vòng quanh thế giới.

Điều đáng ngạc nhiên là ý tưởng về tín dụng bắt rễ rất chậm chạp và lừng khừng ở chính vùng đất mà nó đã phát triển hết sức ngoạn mục.

Những kẻ cho vay nặng lãi

Bắc Italia vào đầu thế kỷ 13 là một vùng đất được chia thành nhiều thị quốc xung khắc lẫn nhau. Trong số những gì còn sót lại của Đế quốc La Mã đã mất có hệ thống chữ số (I, II, III, IV...) rất không phù hợp với các tính toán phức tạp về mặt toán học, chưa nói tới nhu cầu thương mại. Không ở đâu mà điều này lại trở thành một vấn đề như ở Pisa, nơi các thương nhân phải vất vả với bảy loại tiền xu khác nhau trong giao dịch. Qua so sánh, đời sống kinh tế tại thế giới phương Đông - trong vương triều Hồi giáo Abassid hay tại nước Trung Hoa thời nhà Tống - tiên tiến hơn nhiều so với phương Tây, tương tự như dưới thời Charlemagne trước đó. Để khám phá ra tài chính hiện đại, châu Âu cần nhập khẩu nó. Vai trò thiết yếu trong việc này thuộc về một nhà toán học trẻ tuổi tên là Leonardo thành Pisa, hay Fibonacci.

Là con trai của một viên chức thuế quan thành Pisa làm việc tại vùng đất nay là Bejaia thuộc Algeria, chàng Fibonacci trẻ tuổi từng say sưa với thứ mà anh ta gọi là "phương pháp Ấn Độ" trong toán học - một sự kết hợp giữa những hiểu biết sâu xa của người Ấn Độ và người Ả Rập. Fibonacci du nhập các ý tưởng này và tạo ra cuộc cách mạng trong cách thức người châu Âu đếm số. Ngày nay, ông được nhớ đến nhiều nhất nhờ dãy số Fibonacci (0, 1, 1, 2, 3, 5, 8, 13, 21...), trong đó mỗi số tiếp theo là tổng của hai số trước đó, và tỷ lệ giữa một số với số liền trước nó sẽ tiến dần tới "tỷ lệ vàng" (gần bằng 1,618). Đây là một xu hướng phản ánh nhiều đặc tính lặp lại thường thấy trong thế giới tự nhiên (ví dụ như trong hình học phân dạng [fractal] ở dương xỉ và vỏ ốc). [45] Nhưng dãy Fibonacci chỉ là một trong số nhiều ý

tưởng toán học phương Đông được giới thiệu với châu Âu trong cuốn sách mở đường *Liber Abaci* "Sách về tính toán" được xuất bản năm 1202 của ông. Trong tác phẩm này, độc giả có thể tìm thấy các lý giải về phân số, cũng như khái niệm giá trị hiện tại (giá trị chiết khấu hiện tại của một dòng doanh thu trong tương lai). [46] Quan trọng hơn cả là việc Fibonacci giới thiệu hệ thống chữ số Hindu-Ả Rập. Ông không chỉ trao cho châu Âu hệ thập phân, có tác dụng giúp cho mọi loại tính toán trở nên dễ dàng hơn nhiều so với hệ thống chữ số La Mã; ông còn chỉ ra cách thức áp dụng hệ này trong hạch toán thương mại, quy đổi tiền tệ, và quan trọng hơn cả, trong việc tính lãi. Nhiều ví dụ trong *Liber Abaci* trở nên sinh động hơn nhờ được diễn giải qua các ví dụ về hàng hóa như da thuộc, hạt tiêu, pho mát, dầu và hương liệu. Đây chính là ứng dụng của toán học trong việc kiếm tiền, và đặc biệt là trong việc cho vay tiền. Một ví dụ điển hình trong cuốn sách này như sau:

Một người đặt 100 bảng tại một nhà [của thương nhân] để nhận lấy tiền lãi 4 denarius trên mỗi bảng mỗi tháng và anh ta nhận lại sau mỗi năm khoản tiền là 30 bảng. Bạn phải tính toán số vốn và lợi nhuận bị giảm hằng năm dựa trên số tiền 30 bảng nói trên. Bạn cần tính xem anh ta sẽ gửi được số tiền này trong bao nhiêu năm, tháng, ngày và giờ...

Các trung tâm thương mại của Italia như thành phố Pisa, quê hương của Fibonacci, và thành Florence đã chứng tỏ chúng là mảnh đất màu mỡ cho những hạt giống tài chính. Nhưng trên hết là Venice, nơi chịu nhiều ảnh hưởng của phương Đông hơn cả, nơi đã trở thành phòng thí nghiệm cho vay lớn nhất châu Âu. Không phải tình cờ mà người cho vay nổi tiếng nhất trong văn học phương Tây cư trú ở Venice. Câu chuyện của ông ta đã minh họa tuyệt vời cho những trở ngại trong nhiều thế kỷ từng hạn chế việc biến các lý thuyết của Fibonacci thành hoạt động tài chính hiệu quả. Những trở ngại đó không phải là các yếu tố kinh tế hay chính trị. Chúng là yếu tố văn hóa.

Vở kịch *Gã lái buôn thành Venice* của Shakespeare dựa trên một câu chuyện trong một cuốn sách từ thế kỷ 14 của Italia có tên là *Il Pecorone* ("Gã đần"), tập hợp các câu chuyện và giai thoại được Giovanni Fiorentino viết năm 1378. Một truyện trong tập này kể về một người phụ nữ giàu có cưới một chàng trai trẻ đứng đắn. Chồng cô ta cần tiền, và bạn của anh ta, vì muốn giúp đỡ, đến gặp một người cho vay tiền để hỏi vay thay cho anh chồng. Người cho vay, cũng là dân Do Thái như Shylock, đòi một pound thịt làm đảm bảo và số thịt này sẽ phải được trao nếu tiền không được trả. Như Shakespeare viết lại về sau, người Do Thái cho vay nặng lãi Shylock đồng ý cho anh chàng Bassanio thất tình vay ba ngàn ducat, với điều kiện là được bạn của Bassanio, thương nhân Antonio, bảo đảm. Như Shylock nói, Antonio là một người "tốt" - không có nghĩa là anh ta có phẩm chất đặc biệt mà nghĩa là uy tín của anh ta là "đủ". Nhưng Shylock cũng chỉ ra rằng việc cho các thương nhân (hay bạn của họ) vay là hành động nhiều rủi ro. Tàu

thuyền của Antonio nằm rải rác tại nhiều nơi trên thế giới, một chiếc trên đường tới Bắc Phi, chiếc thứ hai tới Ấn Độ, chiếc thứ ba tới Mexico và chiếc thứ tư tới Anh:

... của cải của anh ta đều là giả định: anh ta có một chiếc tàu buôn trên đường tới Tripoli, chiếc khác tới Ấn Độ; tôi còn biết anh ta có chiếc thứ ba tại Mexico, chiếc thứ tư đến Anh, và nhiều của cải khác, rải rác nơi này nơi nọ. Nhưng tàu bè chỉ là ván gỗ, thủy thủ chỉ là người: có những con chuột trên bờ và những con chuột dưới nước, những tên kẻ cắp dưới nước và những tên kẻ cắp trên bờ, tôi muốn nói tới bọn cướp biển, và còn có mối nguy hiểm của sóng, gió và ghềnh nữa.

Đó chính là lý do tại sao những người cho thương nhân vay tiền, dù chỉ trong thời gian một chuyến hành trình trên biển, đều cần được bù đắp. Chúng ta thường gọi khoản bù đắp này là tiền lãi: số tiền trả cho người cho vay phải nhiều hơn tổng số tiền cho vay, tức là tiền gốc. Thương mại quốc tế như cách mà Venice phụ thuộc vào không thể diễn ra nếu những nhà tài chính không được hồi báo cho rủi ro của họ khi bỏ tiền vào ván gỗ và con người.

Nhưng tại sao Shylock lại trở thành một kẻ ác như vậy, khi thực sự đòi một pound thịt - nghĩa là Antonio phải chết - nếu như anh ta không thể thực hiện nghĩa vụ của mình? Dĩ nhiên câu trả lời là bởi vì Shylock là một trong số nhiều người cho vay trong lịch sử thuộc một cộng đồng thiểu số. Tới thời của Shakespeare, người Do Thái đã cung cấp tín dụng thương mại ở Venice trong gần một thế kỷ. Họ thực hiện công việc ấy trước cửa một tòa nhà từng được gọi là Banco Rosso, ngồi sau những chiếc bàn - gọi là *tavule* - và trên những chiếc ghế - gọi là *banci*. Nhưng Banco Rosso nằm ở một khu ghetto (khu ổ chuột của người Do Thái) chật chội cách xa trung tâm thành phố.

Có một lý do xác đáng giải thích tại sao các thương nhân Venice phải tới khu ghetto của người Do Thái nếu họ muốn vay tiền. Với người Kitô giáo, cho vay lấy lãi là một tội. Những người cho vay lấy lãi từng bị Công đồng [47] Lateran thứ Ba phạt vạ tuyệt thông năm 1179. Thậm chí việc tranh cãi rằng cho vay lấy lãi không phải là tội cũng bị Công đồng Vienna lên án là dị giáo vào những năm 1311-12. Những người Kitô giáo cho vay nặng lãi phải bồi hoàn cho Giáo hội thì mới có thể được đem chôn trên đất nhà chung. Họ bị các tu sĩ thuộc dòng Francis và dòng Dominic, thành lập vào năm 1206 và 1216 (ngay sau khi cuốn *Liber Abaci* của Fibonaccira đời), đặc biệt căm ghét. Không thể đánh giá thấp sức mạnh của việc cấm kỵ này, cho dù nó hẳn đã yếu đi vào thời Shakespeare. [48]

Tại Duomo (nhà thờ lớn) ở Florence, có một bức tranh tường của Domenico di Michelino vẽ cảnh nhà thơ vĩ đại người Florence, Dante Alighieri cầm cuốn sách của mình có nhan đề *Thần khúc*. Như Dante từng tưởng tượng trong khúc XVII của kiệt tác này, có một khu vực đặc biệt trong

vòng tròn thứ bảy của Địa ngục dành riêng cho những kẻ cho vay nặng lãi:

Gương mặt họ hiện lên vẻ đau thương
Thỉnh thoảng họ lại đưa tay chống đỡ
Khi với cát nóng, khi với lửa tàn.

Không khác gì trong mùa hè, con chó
Dùng mõm, dùng chân để bảo vệ mình
Khỏi bị rận hay ruồi trâu cắn xé.

Lúc tôi đã nhìn kỹ mặt vài người
Trong số đang chịu cơn mưa lửa đó
Không nhận ra một ai, nhưng mà tôi

Thấy ở cổ mỗi người đeo một túi
Chứa đầy tiền, có màu sắc, in hình
Và mắt của họ hình như chỉ cúi. [49]

Người Do Thái cũng không được phép cho vay lấy lãi. Nhưng có một điều khoản thuận tiện trong sách Đệ nhị luật (hay Phục truyền luật lệ ký) của *Cựu Ước:* "Với người ngoài thì người có thể cho vay lấy lãi; còn với người anh em của người thì không được cho vay lấy lãi." Nói cách khác, người Do Thái có thể cho vay lấy lãi một cách hợp pháp nếu đi vay là người Kitô giáo, nhưng không thể làm thế với một người Do Thái khác. Cái giá của việc làm như thế sẽ là sự loại trừ về mặt xã hội.

Người Do Thái đã bị trục xuất khỏi Tây Ban Nha năm 1492. Cùng với nhiều người Bồ Đào Nha đã cải đạo (converso) khác, tức là những người Do Thái bị buộc phải chấp nhận đạo Kitô theo một sắc lệnh năm 1497, họ đã tìm chốn tị nạn ở Đế quốc Ottoman. Từ Constantinople và các cảng khác của Đế quốc Ottoman, họ thiết lập các mối quan hệ buôn bán với Venice. Người Do Thái bắt đầu có mặt ở Venice từ năm 1509, khi những người Do Thái sống ở Mestre chạy nạn khỏi cuộc chiến tranh của Hội Cambrai. Ban đầu chính quyền thành phố miễn cưỡng nhận người tị nạn, nhưng ít lâu sau họ thấy rõ người Do Thái có thể là nguồn tiền có ích và nguồn dịch vụ tài chính, mà họ vừa có thể đánh thuế vừa có thể vay tiền. [50] Năm 1516, chính quyền Venice quy định một khu vực đặc biệt trong thành phố dành cho người Do Thái trên địa điểm của một xưởng đúc sắt cũ, dần dần khu vực ấy được gọi là *ghetto nuovo* ("khu ghetto mới", *getto* nghĩa đen là đúc). Đêm đến và vào những ngày lễ Kitô giáo, họ phải ở trong khu vực ấy. Những ai đã ở Venice được hơn hai tuần sẽ mang một chữ O màu vàng trên lưng hoặc một cái mũ hay khăn quấn đầu màu vàng (sau này là màu đỏ tươi). [51] Sự cư trú bị hạn chế trong thời hạn được quy định trên cơ sở *condotte* (giấy chứng nhận), gia hạn

năm năm một lần. [52] Một cuộc thu xếp tương tự đạt được năm 1541, một số người Do Thái từ Romania được ban cho quyền sống ở một khu biệt lập khác, gọi là *ghetto vecchio* ("khu ghetto cũ"). Đến năm 1590 có khoảng 2.500 người Do Thái ở Venice. Các tòa nhà ở khu ghetto mọc cao đến bảy tầng để lấy chỗ ở cho những người mới đến.

Suốt cả thế kỷ 16, vị thế của người Do Thái ở Venice vẫn bị hạn chế và bấp bênh. Năm 1537, khi chiến tranh nổ ra giữa Venice và Đế quốc Ottoman, Thượng viện Venice đã ra lệnh tạm tịch biên tài sản của "người Thổ Nhĩ Kỳ, người Do Thái và các thần dân Thổ Nhĩ Kỳ khác". Một cuộc chiến tranh khác từ năm 1570 đến 1573 đã dẫn đến việc bắt giữ tất cả người Do Thái và thu giữ tài sản của họ, tuy rằng khi hòa bình lập lại họ được trả tự do và trả lại tài sản. [53] Để tránh lặp lại hiện tượng này, người Do Thái đã kiến nghị với chính quyền Venice cho phép họ được tự do trong bất kỳ cuộc chiến tranh nào trong tương lai. Họ may mắn có được người đại diện là Daniel Rodriga, một thương nhân người Do Thái gốc Tây Ban Nha, ông này đã chứng tỏ là một nhà thương thuyết tài ba. Hiến chương mà ông đạt được năm 1589 bảo đảm cho mọi người Do Thái vị thế công dân Venice, cho phép họ tham gia buôn bán tận vùng bờ đông Địa Trung Hải - một đặc quyền quý giá - và cho phép họ thực hành tôn giáo của mình một cách công khai. Tuy vậy, vẫn còn tồn tại nhiều hạn chế quan trọng. Họ không được phép gia nhập phường hội hoặc tham gia bán lẻ, do đó bị hạn chế chỉ được cung cấp các dịch vụ tài chính, và những đặc quyền của họ có thể bị tước bỏ chỉ cần báo trước 18 tháng. Được làm công dân, người Do Thái giờ đây có nhiều co hội thành công hơn gã Shylock khi ra tòa án Venice. Chẳng hạn, năm 1623, Leon Voltera đã kiện Antonio dalla Donna vì anh này bảo đảm cho một hiệp sĩ vay tiền của Voltera rồi biến mất. Tuy nhiên, vào hai năm 1636-37 xảy ra một vụ bê bối liên quan đến việc mua chuộc các thẩm phán, trong đó một số người Do Thái có dính líu, khiến cho một lần nữa nguy cơ bị trục xuất lại hiển hiện. [54]

Tuy chỉ là hư cấu, nhưng câu chuyện về Shylock như vậy không hoàn toàn tách biệt khỏi hiện thực Venice. Thực tế là, vở kịch của Shakespeare minh họa hoàn toàn chính xác ba điểm quan trọng về giao dịch vay tiền thời cận đại: quyền lực của kẻ cho vay áp đặt lãi suất cao ngất ngưởng khi thị trường tín dụng đang trong thời kỳ sơ khai; tầm quan trọng của tòa án trong việc giải quyết các tranh chấp tài chính mà không dùng đến bạo lực; nhưng trên hết là tình trạng dễ bị công kích của những người cho vay thuộc thành phần thiểu số trước thái độ thù địch của những người đi vay thuộc sắc tộc chiếm đa số. Bởi cuối cùng thì Shylock vẫn bị ngăn trở. Mặc dù tòa án thừa nhận quyền của chủ nợ khi đòi thực hiện giao kèo - lấy một pound thịt thuộc về ông ta - luật cũng cấm ông ta làm đổ máu của Antonio. Hơn nữa, bởi vì

Shylock là kẻ ngoại cư, nên luật pháp yêu cầu ông ta phải giao nộp của cải và tính mạng vì âm mưu gây ra cái chết của một người Kitô giáo. Ông ta chỉ thoát tội bằng cách chấp thuận rửa tội. Và sau đấy, tất cả mọi người đều sống vui vẻ, ngoại trừ Shylock.

Gã lái buôn thành Venice đặt ra những câu hỏi sâu sắc về kinh tế cũng như về quan điểm bài Do Thái. Tại sao các con nợ không phải lúc nào cũng quỵt nợ, nhất là khi chủ nợ thuộc về một cộng đồng thiểu số không được ưa thích? Tại sao những người như Shylock không phải lúc nào cũng thua cuộc?

Những người cho vay nặng lãi, giống như những người nghèo là nạn nhân của họ, luôn luôn tồn tại. Chẳng hạn, họ vẫn giàu lên ở Đông Phi. Nhưng không cần thiết phải đến các nước đang phát triển mới hiểu được những nguyên tắc trong hình thức cho vay thô sơ này. Theo báo cáo năm 2007 của Bộ Công thương Anh, có khoảng 165.000 hộ gia đình tại Anh dùng các khoản cho vay bất hợp pháp, vay mượn số tiền lên tới 40 triệu bảng một năm và trả lại số tiền lớn gấp ba lần số này. Để giải thích tại sao những kẻ cho vay nặng lãi luôn luôn bị ghét, bất kể họ thuộc dân tộc nào, bạn chỉ cần đến thăm Glasgow, thành phố quê hương tôi. Đã từ lâu, các khu nhà ở phía đông thành phố trở thành vùng đất màu mỡ cho những kẻ cho vay nặng lãi. Tại các quận như Shettleston, nơi ông bà tôi từng sống, có những cửa chóp bằng thép trên cửa sổ các khu chung cư cũ nát và những hình vẽ graffiti thù địch tôn giáo tại trạm chờ xe buýt. Đời sống kinh tế của Shettleston từng xoay quanh túi tiền của các công nhân làm việc tại những nhà máy thép của hãng Boyd. Ngày nay, nó xoay quanh các khoản trợ cấp thất nghiệp rót vào tài khoản của những người thất nghiệp tại bưu điện. Tuổi thọ trung bình của đàn ông ở Shettleston vào khoảng 64, thấp hơn mười ba năm so với mức trung bình ở Anh và tương đương với tuổi thọ trung bình ở Pakistan. Điều này có nghĩa là một đứa trẻ sinh ra ở Shettleston thường sẽ sống không đủ lâu để có thể nhận được tiền lương hưu của mình.

Những khu vực cùng khốn ở Glasgow là miền đất săn của những kẻ cho vay nặng lãi. Ở quận Hillington, Gerard Law là kẻ cho vay nặng lãi số một suốt hai mươi năm. Hắn lấy quán rượu Argosy tại Paisley Road West làm văn phòng, ở lì đấy hầu hết các ngày làm việc mặc dù hắn là người kiêng rượu. Hệ thống của Law rất đơn giản. Người cần tiền sẽ trao sổ trợ cấp hay thẻ rút tiền bưu điện cho hắn làm tin để vay tiền, thông tin được hắn ghi vào sổ cho vay. Khi một tấm séc trợ cấp thất nghiệp tới hạn, Law sẽ giao trả thẻ cho người nợ tiền hắn và chờ thu lãi. Cuốn sổ cho vay hết sức thô sơ: đó chỉ là một tập hợp các giao dịch được ghi lại một cách lộn xộn, tại đó có khoảng hai mươi hay ba mươi cái tên và bí danh quen thuộc xuất hiện bên cạnh các khoản tiền khác nhau: "Al Râu 15", "Ngựa chứng 100", "Bernadett 150", "Caffy Còi 1210". Mức lãi suất thông thường mà Law áp dụng cho các con

nợ cao đến choáng váng, 25% mỗi tuần. Thông thường, những người như AI Râu vay 10 bảng và trả lại 12,5 bảng (tiền gốc cộng với lãi) một tuần sau đó. Tuy vậy, nhiều khách hàng của Law không thể trả nợ đúng hạn; điều này không có gì đáng ngạc nhiên khi nhiều người trong vùng này phải sống với số tiền ít ỏi chỉ 5,9 bảng một ngày. Vì thế họ phải vay thêm tiền. Không lâu sau, một số khách hàng sẽ nợ của Law số tiền hàng trăm, thậm chí hàng ngàn bảng. Việc họ nhanh chóng bị mắc kẹt trong các khoản nợ của mình không có gì đáng ngạc nhiên. Mức 25% một tuần tương đương với lãi suất kép 11 triệu phần trăm trong một năm.



Bắt giữ kẻ cho vay nặng lãi: Gerard Law bị các cảnh sát thuộc đơn vị chống cho vay tiền bất hợp pháp của Glasgow dẫn đi.

Về dài hạn, lãi suất ở châu Âu có xu hướng giảm. Vậy tại sao một số người ở Anh ngày nay vẫn trả mức lãi lên tới tám con số cho những khoản nợ vặt vãnh? Và chắc chắn phải là người mất trí mới không quỵt các khoản nợ này. Một số khách hàng của Law quả thực là những người không bình thường lắm về tâm thần. Nhưng có những lý do rõ ràng cho thấy ngay cả những khách hàng bình thường của gã cũng nhận thấy việc bội tín với gã là không khôn ngoan, cho dù mức lãi có cắt cổ đi chăng nữa. Như tờ *Scotsman* viết: "nhiều nạn nhân của gã quá sợ hãi nguy cơ không trả được nợ do tiếng tăm của gã" - mặc dù người ta vẫn không biết đích xác rằng Law có thực sự

dùng tới bạo lực không. [55] Sau lưng mỗi kẻ cho vay nặng lãi, như trường hợp của Shylock cho thấy, luôn tiềm tàng một mối đe dọa ngầm.

Thật dễ dàng lên án những kẻ cho vay nặng lãi là vô đạo đức và phạm tội. Gerard Law đã bị kết án mười tháng tù vì hành vi của mình. Tuy nhiên chúng ta cần cố gắng hiểu lý do kinh tế của việc hắn làm. Trước hết, hắn đã lợi dụng được việc không có tổ chức tài chính chính thức nào có thể cho những người thất nghiệp ở Shettleston vay tiền. Thứ hai, Law phải vừa tham lam vừa tàn nhẫn, bởi vì những khách hàng ít ỏi của hắn rất có thể sẽ quỵt nợ. Khó khăn cơ bản trong việc cho vay nặng lãi là hoạt động kinh doanh này có quy mô quá nhỏ và nhiều rủi ro nên không thể áp dụng các mức lãi suất thấp. Nhưng mức lãi suất cao lại khiến việc không trả được nợ dễ xảy ra hơn và chỉ có sự đe dọa mới khiến người ta tiếp tục trả nợ. Vậy làm thế nào để những người cho vay tiền vượt qua mối màu thuẫn cơ bản: nếu họ quá rộng lượng, họ sẽ không kiếm được tiền; nếu họ quá chặt chẽ, như Gerard Law, người ta rốt cuộc sẽ gọi cảnh sát?

Câu trả lời là phải lớn mạnh hơn và quyền lực hơn.

Sự ra đời của ngân hàng

Shylock còn lâu mới là người cho vay duy nhất nhận ra điểm yếu vốn có của chủ nợ, nhất là khi chủ nợ là người nước ngoài. Vào đầu thế kỷ 14, ngành tài chính ở Italia nằm dưới sự thống trị của ba gia tộc Florence: nhà Bardi, nhà Peruzzi và nhà Acciaiuoli. Cả ba gia tộc này đều bị xóa sổ trong thập niên 1340 do sự vỡ nợ của hai trong số các khách hàng chủ chốt của họ: vua Anh Edward III và vua Robert xứ Napoli. Nhưng nếu điều này minh họa điểm yếu tiềm tàng của những người cho vay thì sự đi lên của nhà Medici lại minh chứng cho điều ngược lại: quyền lực tiềm tàng của họ.

Có lẽ không gia đình nào khác có thể tạo được dấu ấn lên cả một thời đại như nhà Medici đã đặt dấu ấn của mình lên thời Phục hưng. Hai người trong dòng họ này trở thành giáo hoàng (Leo X và Clement VII); hai người trở thành hoàng hậu Pháp (Catherine và Marie); ba người trở thành công tước (các xứ Florence, Nemours và Tuscany). Chính lý thuyết gia quan trọng nhất về quyền lực chính trị là Niccolò Machiavelli đã viết về lịch sử của dòng họ này, âu cũng là điều thích đáng. Sự bảo trợ của họ đối với nghệ thuật và văn học đã nuôi dưỡng hàng loạt các thiên tài từ Michelangelo cho tới Galileo. Và những thành tựu kiến trúc đáng kinh ngạc của họ ngày nay vẫn bao quanh du khách khi đến Florence. Chỉ cần nhìn vào tòa biệt thự Cafaggiolo, tu viện San Marco, vương cung thánh đường San Lorenzo và những cung điện nguy nga mà Công tước Cosimo de' Medici từng ở trong giai đoạn giữa thế kỷ 16: cung điện Pitti trước đây, cung điện Vecchio đã được trang trí lại

và những công sở mới (Uffizi) có các sân trải dài cho tới sông Arno. [56] Nhưng đâu là nguồn gốc của những kỳ quan này? Tiền được lấy ở đâu để trả cho các kiệt tác như bức tranh lộng lẫy *Sự ra đời của thần Vệ Nữ* của Sandro Botticelli? Câu trả lời đơn giản là nhà Medici buôn bán ngoại tệ: họ là thành viên của Arte de Cambio (Phường hội những người đổi tiền). Họ được gọi là chủ ngân hàng (*banchiere*) bởi vì, cũng giống như những người Do Thái thành Venice, họ kinh doanh trên những chiếc ghế băng đằng sau bàn trên đường phố. Ngân hàng đầu tiên của nhà Medici (từ "quầy" có lẽ mô tả chính xác hơn) ở gần cung điện Cavalcanti, đoạn cắt giữa phố Porta Rossa và phố Arte della Lana ngày nay, chỉ cách chợ đồ len chính ở Florence một khoảng đi bộ ngắn.

Trước thập niên 1390, người ta có thể có lý khi cho rằng nhà Medici là những tay găngxtơ hơn là chủ ngân hàng: đó là một thị tộc nhỏ bé, có tiếng vì những hành động bạo lực thấp hèn hơn là hoạt động tài chính uy tín. Trong khoảng thời gian từ năm 1343 đến 1360, có không dưới năm người trong dòng họ Medici bị xử tử vì đã phạm tội nặng. [57] Thế rồi xuất hiện Giovanni di Bicci de' Medici. Mục tiêu của ông ta là hợp pháp hóa nhà Medici. Và nhờ làm việc chăm chỉ, sống chừng mực và tính toán kỹ lưỡng, ông đã thành công.

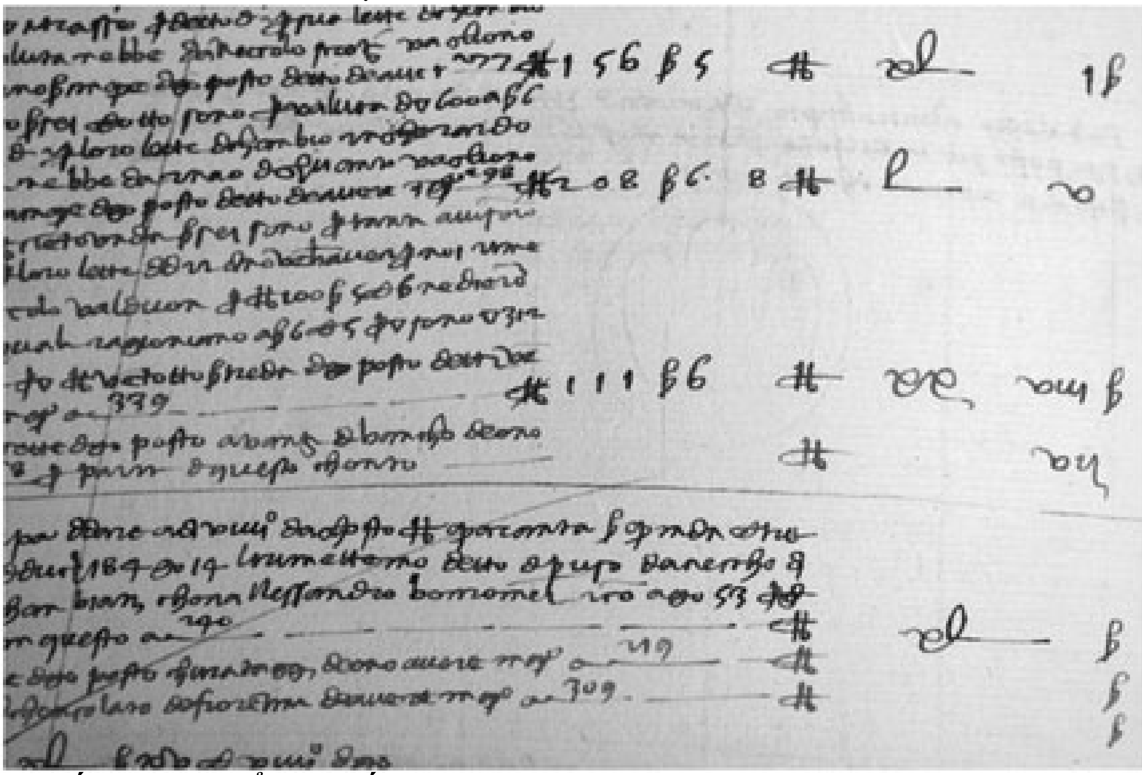


Một chủ ngân hàng đang ngồi trên ghế băng của mình: bức tranh Chủ ngân hàng (1514), Quentin Massys.

Năm 1385, Giovanni trở thành người quản lý chi nhánh tại Rome của ngân hàng do người bà con của ông là Vieri di Cambio de' Medici điều hành tại Florence. Tại Rome, Giovanni đã gây dựng được tiếng tăm của mình trong công việc buôn tiền. Các giáo hoàng là khách hàng lý tưởng trên nhiều khía cạnh, bởi lẽ có nhiều loại tiền khác nhau chảy ra và chảy vào két bạc của Vatican. Như chúng ta đã thấy, đó là thời kỳ đồng hành của nhiều hệ thống tiền tệ bao gồm cả vàng, bạc và kim loại thường, cho nên việc buôn bán đường dài hay trả thuế trở nên phức tạp bởi nhu cầu chuyển đổi từ đồng tiền này sang đồng tiền khác. Nhưng Giovanni đã nhìn thấy rõ các cơ hội lớn hơn tại quê hương Florence của mình, ông trở về đó vào năm 1397. Cho tới thời điểm bàn giao cơ nghiệp cho người con trai cả Cosimo vào năm 1420, ông đã thiết lập được chi nhánh ngân hàng ở Venice cũng như ở Rome; sau đấy các chi nhánh được mở ở Geneva, Pisa, London và Avignon. Giovanni

cũng có phần hùn vốn trong hai nhà máy len ở Florence.

Đóng vai trò hết sức quan trọng trong công việc kinh doanh ban đầu của nhà Medici là các hối phiếu (*cambium per literas*), được phát triển trong thời trung đại như là một cách cấp vốn cho thương mại. [58] Nếu một thương nhân nợ một thương nhân khác số tiền không thể trả bằng tiền mặt cho tới khi kết thúc giao dịch sau đó vài tháng, thì chủ nợ có thể lấy hối phiếu của con nợ và sau đó sử dụng làm phương tiện thanh toán hoặc đổi lấy tiền mặt với mức chiết khấu nhất định từ chủ ngân hàng đóng vai trò trung gian môi giới. Trong khi việc lấy lãi bị Giáo hội lên án là cho vay nặng lãi thì không có gì ngăn cản một thương nhân khôn ngoan kiếm lợi từ những giao dịch như vậy. Đó chính là bản chất công việc kinh doanh của nhà Medici. Không cần đến séc; các chỉ dẫn đều bằng miệng và được viết trong sổ sách của ngân hàng. Không cần đến tiền lãi; những người gửi tiền được nhận một khoản *discrezione* - chiết khấu (tỷ lệ với lợi nhuận hằng năm của hăng) để đền bù cho rủi ro bỏ tiền ra của họ. [59]



Chi tiết từ một sổ cái kế toán của ngân hàng Medici

Libro segreto - nghĩa đen là sách bí mật [60] - của Giovanni di Bicci de' Medici soi rọi quá trình đi lên của gia đình này. [61] Phần nào, đây chỉ đơn giản là việc ghi sổ sách kế toán kỹ lưỡng. Theo tiêu chuẩn hiện đại, chắc chắn nó có những khiếm khuyết. Nhà Medici không sử dụng phương thức bút toán kép một cách có hệ thống cho dù phương thức này được biết đến ở Genoa từ những năm 1340. [62] Dẫu vậy, một nhà nghiên cứu hiện đại không thể không cảm thấy ấn tượng trước sự mạch lạc và trật tự trong các tài khoản của nhà Medici. Các tài liệu lưu trữ còn có một số bảng cân đối của nhà

Medici thời kỳ đầu, với các khoản dự trữ và tiền gửi được đặt chính xác ở một bên (coi như nợ hay *vostro*) và các khoản vay cho khách hàng hay các hối phiếu thương mại (commercial bill) ở bên kia (là tài sản hay *nostro*). Nhà Medici không sáng tạo ra những kỹ thuật này, nhưng họ áp dụng chúng trên quy mô lớn hơn những gì người ta từng biết đến ở Florence. Thế nhưng chìa khóa cho sự thành công của nhà Medici không phải ở quy mô mà ở sự đa dạng hóa. Trong khi các ngân hàng ban đầu của Italia có cấu trúc đơn khối (monolithic) dễ dàng bị phá sản khi có một con nợ không trả nợ thì ngân hàng Medici trên thực tế bao gồm nhiều công ty hợp danh (partnership) có quan hệ với nhau, mỗi công ty hợp danh dựa trên một hợp đồng đặc biệt và được đàm phán lại một cách thường xuyên. Những người quản lý chi nhánh không phải người làm thuê mà là các thành viên hợp danh cấp thấp, được trả công bằng một phần lợi nhuận. Chính sự phi tập trung hóa này đã giúp cho ngân hàng Medici có lãi lớn đến thế. Với mức vốn khoảng 20.000 florin vào năm 1402 và chi phí tiền lương cho nhiều nhất là mười bảy người, ngân hàng này đã thu được lợi nhuận 151.820 florin từ năm 1397 tới 1420 - tính trung bình khoảng 6.326 florin mỗi năm, với tỷ lệ lợi tức 32%. Riêng chi nhánh Rome đã nhanh chóng có mức sinh lợi trên 30%. [63] Có thể thấy bằng chứng chứng tỏ mô hình này hoạt động hiệu quả ở trong sổ thuế thành Florence, liệt kê hết trang này sang trang khác các tài sản của Giovanni di Bicci, với tổng trị giá khoảng 91.000 florin. [64]

Khi Giovanni chết năm 1429, những lời trăng trối của ông là hối thúc những người thừa kế duy trì mức độ nhanh nhạy về tài chính như mình. Tang lễ của ông có sự tham dự của 26 người cùng mang họ Medici và tất cả đều gửi lời chào tiễn biệt tới vị *capo della casa* (trưởng tộc) tự lập nên sự nghiệp này. Tới khi Pius II trở thành giáo hoàng năm 1458 thì con trai của Giovanni, Cosimo de' Medici cũng chính là bang Florence trên thực tế. Như chính Giáo hoàng đã nói: "Các vấn đề chính trị được giải quyết tại nhà của ông ấy. Người mà ông ấy chọn sẽ trở thành quan chức... Chính ông ấy là người quyết định chiến tranh, hòa bình và kiểm soát luật pháp... Ông ấy là vua trên thực tế, dù không phải trên danh nghĩa." Những nhà cai trị nước ngoài được khuyên nên tiếp xúc trực tiếp với ông và không nên lãng phí thời gian gặp gỡ bất cứ ai khác ở Florence. Như nhà sử học thành Florence là Francesco Guicciardini đã nhận xét: "Ông ấy nổi tiếng tới mức, có lẽ chưa từng có công dân nào có thể so sánh được kể từ khi La Mã sụp đổ cho tới nay." Một trong những bức chân dung nổi tiếng nhất của Botticelli, khắc họa một chàng trai trẻ có vẻ đẹp rung động lòng người, trên thực tế là món quà tưởng niệm một vị chủ ngân hàng đã mất. Khuôn mặt trên tấm huân chương là Cosimo de' Medici và cạnh đó là dòng chữ *pater patriae*: "người cha của đất nước". Tới thời điểm Lorenzo Kiệt xuất, cháu nội của Cosimo, tiếp quản

ngân hàng năm 1469 thì nhà Soprano cổ xưa đã trở thành nhà Corleone và hơn thế nữa. Tất cả đều dựa vào hoạt động ngân hàng.

Nhưng hơn hết, chính họa phẩm *Ba Vua ngưỡng vọng* của Botticelli đã ghi nhận sự thay hình đổi dạng của ngành tài chính mà nhà Medici đã đạt được. Khi quan sát kỹ bức tranh này, chúng ta thấy cả ba nhà thông thái đều là người nhà Medici: người lớn tuổi nhất đang rửa chân cho Chúa hài đồng Jesus là Cosimo Lớn; phía dưới ông, hơi nghiêng về tay phải là hai con trai ông: Piero (mặc đồ màu đỏ) và Giovanni (mặc đồ màu trắng). Cũng trong bức tranh còn có Lorenzo (mặc áo choàng màu xanh nhạt) và đang vỗ kiếm là Giuliano. Bức tranh này được người đứng đầu Phường hội các Chủ ngân hàng đặt hàng để làm quà kỷ niệm cho gia đình Medici. Có lẽ bức tranh này gọi là *Ngưỡng vọng nhà Medici* thì thích hợp hơn. Từng một thời bị nguyền rủa, các chủ ngân hàng giờ đây đã gần với thần thánh.

Việc quyền lực thống trị Cộng hòa Florence rơi vào tay một trong những gia đình chủ ngân hàng siêu giàu có hiển nhiên đã gây nên sự chống đối. Từ tháng 10/1433 tới tháng 9/1434, Cosimo và nhiều người ủng hộ ông bị trục xuất khỏi Florence và phải sang Venice lưu vong. Năm 1478, em trai của Lorenzo là Giuliano bị gia đình Pazzi giết chết trong một âm mưu tàn bạo nhằm chấm dứt sự cai trị của nhà Medici. Bản thân ngân hàng này cũng chịu thiệt hại do Lorenzo sao nhãng việc kinh doanh vì quá để tâm tới chính trị. Các trưởng chi nhánh như Francesco Sassetti ở Avignon hay Tommaso Portinari ở Bruges trở nên nhiều quyền lực hơn và ít chịu sự giám sát chặt chẽ. Ngân hàng ngày càng phụ thuộc vào việc huy động tiền gửi, trong khi thu nhập từ hoạt động thương mại và trao đổi ngoại hối có nhiều biến động. Những sai lầm gây tốn kém bắt đầu xuất hiện, như các khoản vay của chi nhánh tại Bruges cho Charles Can đảm, Công tước xứ Burgundy, hay của chi nhánh London cho vua Edward IV, các khoản vay này không bao giờ được hoàn trả đầy đủ. Để giúp cho ngân hàng tiếp tục tồn tại, Lorenzo buộc phải đột kích quỹ Monte delle Dote của thành phố (một loại quỹ tương hỗ giúp trả các khoản tiền hồi môn của các cô gái). [65] Cuối cùng, vào năm 1494, trong cảnh hỗn loạn khi nước Pháp xâm lược, gia đình Medici bị trục xuất, toàn bộ gia sản của họ bị tịch thu và thanh lý. Buộc tội gia đình Medici gây ra những bất hạnh của thành phố, thầy tu dòng Dominic Girolamo Savonarola đã kêu gọi tiến hành một cuộc thanh tẩy "Lửa thiêu những phù hoa" [66]. Lời kêu gọi này được đáp ứng khi một đám đông chiếm dinh cơ nhà Medici và đốt hầu hết sổ sách của ngân hàng này. (Các dấu đuốc màu đen vẫn còn lưu trên những giấy tờ còn sót lại.) Như chính Lorenzo đã viết trong một bài hát mà ông ta soạn trong thập niên 1470: "Nếu bạn vui được hôm nay, xin cứ / Nào có gì chắc chắn ngày mai."

Thế nhưng khi giới tinh hoa giàu có của Florence suy ngẫm về việc kẻ xúi

giục Savonarola và đám đông bình dân lên thay thế cho sự cai trị của nhà Medici, họ bắt đầu cảm thấy nuối tiếc gia đình huy hoàng này. Năm 1537, khi mới 17 tuổi, Cosimo de' Medici (Trẻ) được triệu hồi trở lại Florence và năm 1569 trở thành Đại Công tước xứ Tuscany. Dòng họ này nối đời làm công tước trong hơn hai trăm năm, cho tới tận năm 1743. Những *palle* (hình viên tròn) giống đồng tiền xu ở trên gia huy của nhà Medici là sự nhắc nhở thường xuyên tới nguồn gốc của gia đình này.

Mặc dù đã có nhiều người thử nghiệm trước họ, gia tộc Medici là những chủ ngân hàng đầu tiên thực hiện được quá trình chuyển dịch từ thành công tài chính tới vị thế và quyền lực cha truyền con nối. Họ đạt được điều này nhờ học được một bài học quan trọng: trong tài chính, hiếm khi nào nhỏ lại đẹp [67]. Bằng cách làm cho ngân hàng của họ lớn hơn và đa dạng hóa hơn bất kỳ tổ chức tài chính nào trước đây, họ đã tìm ra cách san đều rủi ro. Và nhờ vào việc tham gia buôn bán tiền tệ cũng như cho vay, họ giảm được rủi ro khách hàng không trả nợ.

Hệ thống ngân hàng của Italia trở thành mô hình cho các quốc gia Bắc Âu để các nước này đạt được thành công thương mại rực rỡ nhất trong những thế kỷ sau, trong đó đáng chú ý nhất là người Hà Lan và người Anh, nhưng ngoài ra còn có cả người Thụy Điển nữa. Chính ở Amsterdam, London và Stockholm đã xảy ra làn sóng đổi mới tài chính có tính quyết định tiếp theo, và tiền thân của các ngân hàng trung ương hiện đại lần đầu tiên xuất hiện. Thế kỷ 17 chứng kiến sự thành lập ba tổ chức hoàn toàn mới, theo những cách khác nhau, được tạo ra để phục vụ các chức năng tài chính công cộng cũng như tư nhân. Ngân hàng Giao dịch Amsterdam (*Wisselbank*) được thành lập năm 1609 để giải quyết các vấn đề thực tế mà các thương nhân gặp phải trong quá trình lưu chuyển nhiều loại tiền tệ khác nhau ở Các tỉnh Hợp nhất [68], nơi có không ít hơn 14 loại tiền khác nhau và vô số đồng tiền của nước ngoài. Bằng cách cho phép thương nhân lập các tài khoản được định giá bằng một loại tiền tệ tiêu chuẩn, Ngân hàng Giao dịch đi đầu trong việc phát triển hệ thống séc, ghi nợ trực tiếp và chuyển tiền mà ngày nay chúng ta coi như hiển nhiên. Điều này cho phép ngày càng có nhiều giao dịch thương mại được diễn ra mà không cần tới việc sử dụng số tiền mặt trên thực tế. Một thương nhân có thể trả tiền cho người khác chỉ đơn giản bằng cách ghi nợ ở tài khoản của anh ta tại ngân hàng và ghi có cho tài khoản của đối tác. [69] Hạn chế của hệ thống này chỉ là việc Ngân hàng Giao dịch phải duy trì một tỷ lệ gần 100% giữa lượng tiền gửi trong các tài khoản và dự trữ của ngân hàng bằng kim loại và tiền đồng. Cho tới tận năm 1760, khi lượng tiền gửi trong các tài khoản gần bằng 19 triệu florin, dự trữ bằng kim loại của ngân hàng này cũng lên tới trên 16 triệu. Do đó một cuộc rút tiền gửi ồ ạt ở ngân hàng này là hầu như không thể xảy ra, bởi lẽ ngân hàng có đủ tiền để thỏa

mãn hầu như toàn bộ nhu cầu tiền mặt của các chủ tiền gửi, nếu vì một lý do nào đó họ đồng loạt muốn rút tiền từ tài khoản tiền gửi của mình. Điều này hiển nhiên giúp ngân hàng trở nên an toàn, nhưng nó cũng ngăn cản việc ngân hàng thực hiện chức năng mà ngày nay được coi là đặc điểm nhận dạng của một ngân hàng, đó là tạo ra tín dụng.

Chính ở Stockholm vào gần nửa thế kỷ sau, với sự ra đời của Riksbank Thụy Điển vào năm 1656, mà trở ngại này đã được phá vỡ. Mặc dù thực hiện các chức năng tương tự như *Wisselbank* của Hà Lan, Riksbank cũng được thiết kế để làm một *Lanebank*, có nghĩa là nó tham gia cả vào việc cho vay lẫn hỗ trợ các khoản thanh toán thương mại. Bằng cách cho vay các khoản vượt quá dự trữ kim loại của nó, ngân hàng này đã đi đầu trong hình thức sau này có tên là hoạt động ngân hàng dự trữ theo tỷ lệ, nhằm tận dụng tiền gửi để cho người đi vay vay tiền và sinh lợi cho ngân hàng. Bởi lẽ khó có khả năng người gửi tiền đồng loạt rút tiền, nên người ta chỉ giữ lại một tỷ lệ nào đó trong tổng số tiền gửi làm dự trữ của ngân hàng vào một thời điểm nhất định. Do đó các khoản nợ của ngân hàng bằng với tiền gửi tại đấy (mà ngân hàng phải trả lãi trên đó) cộng với dự trữ (mà nó không thu được lãi trên đó); tài sản của ngân hàng trở thành các khoản cho vay (nó có thể thu lãi trên đó).

Sáng kiến vĩ đại thứ ba của thế kỷ 17 xảy ra tại London với việc thành lập Ngân hàng Anh (Bank of England) năm 1694. Được thiết kế chủ yếu nhằm tài trợ chi phí chiến tranh cho chính phủ (bằng cách biến đổi một phần nợ của chính phủ thành cổ phần trong ngân hàng), ngân hàng này nhận được một số đặc quyền nổi bật. Từ năm 1709, nó là ngân hàng duy nhất được phép vận hành dưới hình thức công ty cổ phần (xem Chương 3); và từ năm 1742, nó thiết lập thế độc quyền một phần trong việc phát hành giấy bạc ngân hàng, một hình thức kỳ phiếu (promissory note) riêng biệt không mang lãi, nhằm hỗ trợ cho thanh toán mà không cần tới việc hai bên giao dịch phải có tài khoản lưu hành.

Để hiểu được quyền năng của ba sáng kiến này, các sinh viên MBA năm đầu tại Trường Kinh doanh Harvard tiến hành một trò chơi tiền bạc đơn giản. Trò chơi bắt đầu với việc một ngân hàng trung ương giả định, thay mặt cho chính phủ, chi trả giáo sư 100 đô la tiền công cho một công việc tư vấn không béo bở lắm. Vị giáo sư mang tiền tới một ngân hàng giả định do một trong số các sinh viên điều hành và gửi tiền vào đó, thế là ông nhận được một phiếu gửi tiền. Để đơn giản, giả sử ngân hàng này vận hành với tỷ lệ dự trữ 10% (tức là ngân hàng muốn duy trì tỷ lệ dự trữ trên tổng nợ của nó ở mức 10%), nó sẽ gửi 10 đô la cho ngân hàng trung ương và cho vay 90 đô la còn lại cho một trong các khách hàng. Trong khi khách hàng này chưa quyết định làm gì với khoản vay, ông ta gửi tiền vào một ngân hàng khác. Ngân hàng này cũng có quy định dự trữ 10%, do đó nó gửi 9 đô la tại ngân hàng trung ương và cho vay 81 đô la còn lại cho một trong các khách hàng. Sau

vài vòng như vậy, giáo sư yêu cầu lớp học tính mức độ tăng trong cung tiền. Việc này cho phép ông trình bày về hai định nghĩa then chốt trong lý thuyết tiền tệ hiện đại: M0 (còn được gọi là tiền cơ sở [monetary base] hay tiền có mãnh lực [high-powered money]), bằng tổng nợ của ngân hàng trung ương, tức là bằng tiền mặt cộng với các khoản dự trữ của các ngân hàng thương mại dưới hình thức tiền gửi tại ngân hàng trung ương; và M1 (còn được gọi là tiền theo nghĩa hẹp [narrow money]), bằng tiền mặt đang lưu thông cộng với tiền gửi không kỳ hạn. Tới thời điểm tiền được gửi tại ba ngân hàng sinh viên khác nhau, M0 bằng 100 đô la nhưng M1 sẽ bằng 271 đô la (100 + 90 + 81). Ví dụ này minh họa rõ ràng, dù đã được đơn giản hóa cao độ, hoạt động ngân hàng dự trữ theo tỷ lệ thời hiện đại cho phép tạo ra tín dụng và do đó tạo ra tiền.

Vị giáo sư sau đó bất ngờ đòi lấy lại 100 đô la của mình từ sinh viên thứ nhất. Sinh viên này phải rút từ dự trữ của anh ta và đòi lại tiền mà anh ta cho sinh viên thứ hai vay, tạo ra hiệu ứng domino khiến M1 co hẹp cũng nhanh chóng như khi nó mở rộng. Việc này minh họa cho nguy cơ xảy ra hiện tượng rút tiền ồ ạt khỏi ngân hàng. Do ngân hàng thứ nhất chỉ có một người gửi tiền, việc ông này rút tiền sẽ tạo ra một yêu cầu nhiều gấp mười lần so với dự trữ của nó. Sự sống còn của chủ ngân hàng thứ nhất rõ ràng phụ thuộc vào việc anh ta có thể đòi lại số tiền mà anh ta đã cho khách hàng của mình vay không, người này đến lượt mình lại phải rút toàn bộ tiền gửi của anh ta tại ngân hàng thứ hai, và cứ như vậy. Khi cho vay, các chủ ngân hàng cần phải suy nghĩ kỹ về mức độ dễ dàng trong việc thu hồi tiền của họ. Đây thực chất là vấn đề tính thanh khoản (liquidity) của khoản cho vay.

Cần phải thừa nhận rằng định nghĩa cung tiền có cái gì đó hơi tùy tiện. Một số cách xác định M1 bao gồm cả séc du lịch. M2 cộng thêm tài khoản tiết kiệm, tài khoản tiền gửi thị trường tiền tệ và giấy chứng nhận tiền gửi. M3 là khái niệm còn rộng hơn nữa, bao gồm thêm tiền gửi đô la châu Âu (eurodollar deposit) tại các thị trường nước ngoài, và các thỏa thuận mua lại (repurchase agreement) giữa các ngân hàng và các tổ chức trung gian tài chính khác. Nhưng chúng ta không nhất thiết phải bận tâm với những vấn đề kỹ thuật ở đây. Điểm quan trọng cần thấy được là với việc lan rộng khắp thế giới phương Tây của: a) các giao dịch phi tiền mặt nội ngân hàng và liên ngân hàng, b) hoạt động ngân hàng dự trữ theo tỷ lệ, và c) thế độc quyền phát hành tiền mặt của ngân hàng trung ương, bản chất của tiền tệ đã tiến hóa theo một cách thức hết sức quan trọng. Tiền tệ không còn được hiểu như người Tây Ban Nha từng hình dung về nó trong thế kỷ 16, là thứ kim loại quý hiếm được đào lên, nung chảy và đúc thành đồng tiền. Giờ đây, tiền tệ là tổng các khoản nợ cụ thể (tiền gửi và dự trữ) của ngân hàng. Tín dụng thì chỉ đơn giản là tổng các tài sản của ngân hàng (các khoản cho vay). Một phần trong số tiền này vẫn có thể bao gồm kim loại quý, mặc dù tỷ lệ các kim loại

này được dự trữ trong kho của ngân hàng trung ương ngày càng cao. Nhưng hầu hết tiền tệ bao gồm tiền giấy và tiền xu đều được thừa nhận là tiền pháp định, cùng với thứ tiền vô hình chỉ tồn tại trong bảng báo cáo tài khoản tiền gửi. Sáng kiến mới về tài chính đã thay thế cho thứ bạc trơ ì ở Potosí và trở thành cơ sở cho hệ thống tiền tệ hiện đại, trong đó các mối quan hệ giữa chủ nợ và con nợ được môi giới hóa hay "trung gian" hóa bởi ngày càng nhiều các tổ chức có tên là ngân hàng. Ngày nay, chức năng cốt lõi của các tổ chức này là thu thập thông tin và quản lý rủi ro. Nguồn lợi nhuận của chúng nằm ở việc tối đa hóa sự chênh lệch giữa chi phí từ các khoản nợ và thu nhập trên tài sản của chúng, trong khi không làm giảm dự trữ tới mức độ khiến ngân hàng trở nên dễ đổ vỡ trước một cuộc rút tiền gửi ồ ạt - một sự khủng hoảng lòng tin vào khả năng đáp ứng người gửi tiền của ngân hàng khiến cho việc rút tiền ngày càng leo thang và cuối cùng dẫn tới phá sản: thực chất đó là sự đổ vỡ của ngân hàng.

Một điều quan trọng là trong khi các kỹ thuật ngân hàng Italia được cải thiện tại các trung tâm tài chính ở Bắc Âu thì có một quốc gia lại tụt hậu một cách không ngờ. Ỷ lại vào kho kim loại quý dồi dào, nước Tây Ban Nha hùng mạnh đã không phát triển được một hệ thống ngân hàng tiên tiến, thay vào đó nó dựa vào những khoản tiền mặt được ứng trước ngắn hạn từ các thương nhân ở Antwerp để đổi lấy việc giao nhận bạc trong tương lai. Quan niệm tiền tệ thực ra là tín dụng chứ không phải kim loại chưa bao giờ được tiếp thu tại Madrid. Trên thực tế, cuối cùng vương triều Tây Ban Nha đã vỡ nợ toàn bộ - hay một phần số nợ - ít nhất mười bốn lần trong giai đoạn từ năm 1557 tới 1696. Với lý lịch như thế, toàn bộ số bạc tại Potosí cũng không thể biến Tây Ban Nha thành nơi an toàn cho tín dụng. Trong thế giới hiện đại, quyền lực chuyển sang các chủ ngân hàng, chứ không phải những kẻ phá sản.

Sự tiến hóa của ngân hàng

Các sử gia về tài chính có quan điểm khác nhau về vai trò của sự phát triển hệ thống ngân hàng sau thế kỷ 17 đối với sự gia tăng tốc độ tăng trưởng kinh tế bắt đầu tại Anh vào cuối thế kỷ 18, sau đó lan rộng sang Tây Âu và những thuộc địa quy mô lớn của châu Âu tại Bắc Mỹ và Á-Úc (Australasia).[70] Nhưng chắc chắn không có gì phải nghi ngờ rằng cách mạng tài chính đi trước cách mạng công nghiệp. Đúng là những đột phá quyết định trong ngành dệt và sản xuất thép, hai mũi nhọn của cuộc cách mạng công nghiệp, không phụ thuộc nhiều vào các ngân hàng trong việc cung cấp vốn.[71] Nhưng các ngân hàng đóng vai trò quan trọng hơn nhiều trong quá trình công nghiệp hóa ở châu Âu lục địa so với ở Anh. Trên thực tế, có thể việc

tìm một mối quan hệ nhân quả đơn giản sẽ là vô ích (các tổ chức tài chính tiên tiến hơn tạo ra tăng trưởng hay tăng trưởng thúc đẩy phát triển tài chính). Hai quá trình này hoàn toàn có thể phụ thuộc lẫn nhau và củng cố cho nhau. Cả hai đều thể hiện đặc tính tiến hóa rõ rệt, với sự đột biến thường kỳ (sáng kiến kỹ thuật), sự hình thành loài (sự ra đời nhiều loại hãng mới) và cân bằng ngắt quãng (các cuộc khủng hoảng sẽ quyết định hãng nào tồn tại và hãng nào sẽ biến mất).

Nói theo lời Adam Smith, "hoạt động sáng suốt của ngân hàng, bằng cách dùng tiền giấy thay thế phần lớn... vàng và bạc... tạo ra... một đường xe ngựa băng băng." Trong một thế kỷ sau khi ông xuất bản cuốn *The Wealth of Nations* (Sự thịnh vượng của các quốc gia, 1776), các sáng kiến tài chính đã bùng nổ kéo theo sự xuất hiện của vô số kiểu ngân hàng khác nhau ở châu Âu và Bắc Mỹ. Loại hình được thiết lập xưa nhất là các ngân hàng chiết khấu hối phiếu, giúp tài trợ cho nội thương và ngoại thương bằng cách chiết khấu các hối phiếu do một thương nhân ký phát cho một thương nhân khác. Ngay vào thời Smith, London đã là nơi quần tụ nhiều hãng đặc biệt thành công như Barings, chuyên về dịch vụ ngân hàng thương mại vượt Đại Tây Dương (theo tên gọi sau của loại hình dịch vụ này). Vì các lý do luật định, các ngân hàng Anh thời kỳ này hầu hết đều là các hợp danh (partnership) tư nhân, một số tập trung vào việc kinh doanh trong khu City - tên gọi khu vực một dặm vuông tại London nơi tập trung các hoạt động tài chính phục vụ giới thương nhân trong nhiều thế kỷ, trong khi số khác lại chuyên phục vụ giới thượng lưu có ruộng đất. Những ngân hàng thuộc loại sau được gọi là các "ngân hàng nông thôn", và sự thăng trầm của chúng theo sát sự thăng trầm của ngành nông nghiệp ở Anh.

Sự khác biệt then chốt giữa tiến hóa trong tự nhiên và tiến hóa trong tài chính nằm ở đặc điểm có thể gọi là "thiết kế thông minh" [72] - mặc dù trong trường hợp này, người điều tiết luôn là con người chứ không phải là thần thánh. Dần dần, thông qua một quá trình thử sai kéo dài, Ngân hàng Anh đã phát triển các chức năng công cộng, để đổi lại lệnh tái xác nhận độc quyền phát hành tiền giấy của nó được ban hành năm 1826. Nó thành lập chi nhánh tại các tính và dần dần tiếp quản toàn bộ công việc phát hành tiền giấy từ tay các ngân hàng nông thôn” [73]. Ngân hàng này cũng ngày càng đóng vai trò chủ chốt trong các giao dịch liên ngân hàng. Ngày càng nhiều các khoản tiền mà các ngân hàng nợ lẫn nhau được giao dịch qua các phòng giao dịch của Ngân hàng Anh tại phố Threadneedle. Với việc luật cho vay nặng lãi theo đó giới hạn mức chiết khấu trên hối phiếu thương mại bị bãi bỏ vào năm 1833, Ngân hàng Anh có thể hoàn toàn phát huy lợi thế quy mô do là ngân hàng lớn nhất trong khu City. Dần dần, tỷ lệ chiết khấu của nó được xem như mức lãi suất ngắn hạn tối thiểu trên cái gọi là thị trường tiền tệ (thị trường dành

cho các khoản tín dụng ngắn hạn, chủ yếu thông qua việc chiết khấu hối phiếu thương mại).

Một câu hỏi vẫn chưa được giải đáp trong bốn mươi năm sau đó là tương quan giữa dự trữ của Ngân hàng Anh với lượng lưu thông tiền giấy của nó sẽ phải như thế nào. Trong thập niên 1840, quan điểm của Thống đốc Ngân hàng J. Horsley Palmer là mức dự trữ chủ yếu được điều tiết bởi quy mô của việc chiết khấu, miễn là một phần ba số dự trữ này bao gồm tiền vàng hay vàng thỏi. Thủ tướng Anh, Sir Robert Peel, tỏ ra ngờ vực cách làm này. Ông tin rằng việc làm như vậy chứa đựng rủi ro phát hành tiền quá mức và lạm phát. Luật Hoạt động Ngân hàng năm 1844 của Peel chia Ngân hàng Anh thành hai bộ phận: ban nghiệp vụ ngân hàng thực hiện các công việc kinh doanh thương mại của Ngân hàng Anh, và ban phát hành, được trao 14 triệu bảng tiền chứng khoán cùng một số lượng không ấn định tiền vàng và vàng thỏi, số tiền này sẽ dao động căn cứ vào cán cân thương mại giữa nước Anh và thế giới. Lượng phát hành tiền tín dụng (fiduciary note) không được vượt quá tổng giá trị của số chứng khoán và vàng nói trên. Nhưng các cuộc khủng hoảng nối tiếp nhau (vào các năm 1847, 1857 và 1866) cho thấy quy định này trói buộc quá chặt; ở cả ba cuộc khủng hoảng, Luật này đều bị tạm ngừng thi hành để tránh sự sụp đổ thanh khoản [74] hoàn toàn. Chỉ sau cuộc khủng hoảng cuối cùng, khi một cuộc đổ xô đi rút tiền ngoạn mục đã khiến ngân hàng Overend Gurney sụp đổ, tổng biên tập tạp chí *The Economist* (Nhà kinh tế) Walter Bagehot mới đưa ra một công thức mới cho vai trò phù hợp của Ngân hàng Anh trong khủng hoảng. Đó là vai trò làm "nơi bấu víu cho vay cuối cùng", cho vay thoải mái, nhưng với mức lãi phạt, nhằm chống lại các cuộc khủng hoảng thanh khoản. [75]

Nhưng cần nhấn mạnh là Bagehot không giải quyết được hoàn toàn vấn đề tiền tệ thời Victoria. Ông cũng không khá hơn những lý thuyết gia kinh tế nổi tiếng trong thế kỷ 19 để có thể thách thức nguyên tắc thiêng liêng, được thiết lập từ thời Isaac Newton làm Giám quản xưởng đúc tiền (Master of the Mint), rằng một bảng (pound sterling) sẽ được chuyển đổi thành vàng theo một tỷ lệ ấn định không đổi là 3 bảng 17 shilling và 10,5 xu tương đương 1 ounce vàng [76]. Nếu đọc các thảo luận đương thời về chế độ bản vị vàng, có thể thấy rằng người thời Victoria cũng làm nô lệ cho thứ kim loại quý này giống như những kẻ sang chinh phục châu Mỹ ba thế kỷ trước đó. "Chỉ có các Kim loại Quỹ mới là tiền," một trong những bậc quyền cao chức trọng của khu City là Nam tước Overstone đã tuyên bố. "Tiền giấy là tiền bởi vì nó là đại diện cho Tiền Kim loại. Nếu không làm được vậy, thì chúng sẽ là thứ tiền giả mạo không hơn không kém. Một người gửi có thể nhận được kim loại, nhưng không phải người gửi nào cũng có thể, do đó tiền gửi không phải là tiền thực sự." [77] Nếu như nguyên tắc này được tuân thủ, và nếu như

lượng cung tiền của nền kinh tế Anh thực sự bám vào số tiền vàng và vàng thỏi có trong dự trữ của Ngân hàng Anh, thì sự tăng trưởng của nền kinh tế Anh đã bị dừng lại, kể cả khi tính tới hiệu ứng mở rộng nền kinh tế nhờ số vàng mới được phát hiện trong thế kỷ 19. Việc phát hành tiền của Ngân hàng Anh hạn chế tới mức dự trữ vàng thỏi của nó thậm chí còn nhiều hơn giá trị tiền mặt lưu hành từ giữa thập kỷ 1890 cho tới Thế chiến thứ nhất. Chỉ có sự ra đời của hàng loạt các loại ngân hàng mới, đặc biệt là các ngân hàng nhận tiền gửi, mới giúp cho quá trình mở rộng tiền tệ diễn ra. Sau năm 1858, các hạn chế đối với ngân hàng cổ phần bị dỡ bỏ, mở đường cho sự ra đời của một số ngân hàng thương mại lớn: London & Westminster (thành lập năm 1833), National Provincial (1834), Birmingham & Midland (1836), Lloyds (1884) và Barclays (1896). Hình thức ngân hàng đầu tư công nghiệp từng thành công ở Bỉ (Société Générale), ở Pháp (Crédit Mobilier) và Đức (Ngân hàng Darmstädter) thì lại không thành công lắm tại Anh sau thất bại của Overend Gurney. Nhu cầu thiết yếu không phải ở chỗ các ngân hàng mua lượng lớn cổ phần của các công ty công nghiệp mà là ở chỗ các tổ chức thu hút tiền gửi của người tiết kiệm, tạo ra cơ sở liên tục mở rộng cho những khoản cho vay mới ở phía bên kia bảng cân đối.

Trong quá trình này có vai trò hết sức quan trọng của các ngân hàng tiết kiệm mới ra đời, đã sinh sôi nảy nở vào đầu thế kỷ 20. Cho tới năm 1913, số tiền gửi tại các ngân hàng tiết kiệm Anh đã lên tới 256 triệu bảng, xấp xỉ một phần tư tổng tiền gửi tại Anh. Tài sản của các ngân hàng tiết kiệm Đức lớn gấp 2,5 lần tài sản của các "đại ngân hàng" mà nhiều người biết như Darmstädter, Deutsche, Dresdner và Disconto-Gesellschaft. Cho tới khi xảy ra Thế chiến thứ nhất, giá trị tiền gửi của người dân tại các ngân hàng Anh đã đạt gần 1,2 tỷ bảng, trong khi tổng tiền mặt lưu hành chỉ là 45,5 triệu bảng. Giờ đây tiền đã chủ yếu nằm trong các ngân hàng và người ta không nhìn thấy chúng, dù rằng không lúc nào không nghĩ tới chúng.

Mặc dù có khác biệt nhưng hầu hết các nền kinh tế phát triển đều theo chân nước Anh trong việc điều tiết thông qua một ngân hàng trung ương độc quyền, hoạt động theo chế độ bản vị vàng, và tập trung việc nhận tiền tiết kiệm tại một số tương đối ít các tổ chức tài chính lớn. Ngân hàng Pháp (Banque de France) được thành lập năm 1800 và Reichsbank của Đức được thành lập năm 1875, Ngân hàng Nhật Bản vào năm 1882 và Ngân hàng Quốc gia Thụy Sĩ vào năm 1907. Tại Anh, cũng như tại châu Âu lục địa, có các xu hướng rõ rệt tiến tới tập trung hóa, được thể hiện bằng sự sụt giảm số lượng các ngân hàng nông thôn từ mức cao nhất là 755 vào năm 1809 xuống chỉ còn 17 vào năm 1913.

Quá trình tiến hóa của ngành tài chính tại Mỹ lại rất khác. Tại đây, các nhà lập pháp có vẻ dị ứng với ý tưởng để cho một số nhà tài chính có quyền lực quá lớn. Họ đã hai lần hủy bỏ một ngân hàng trung ương từ khi còn trứng

nước (Ngân hàng Hoa Kỳ thứ nhất và thứ hai), và chỉ tới năm 1913 mới thông qua luật cho phép thành lập Hệ thống Dự trữ Liên bang. Cho tới thời điểm này, nước Mỹ trên thực tế đã tham gia một thí nghiệm tự nhiên với hệ thống ngân hàng hoàn toàn tự do. Đạo luật Ngân hàng Quốc gia năm 1864 giảm đáng kể các rào cản cho việc thành lập ngân hàng sở hữu tư nhân, và quy định mức vốn thấp so với tiêu chuẩn châu Âu. Cùng lúc đó, lại có những cản trở trong việc thành lập loại ngân hàng hoạt động xuyên qua ranh giới các bang. Ảnh hưởng kết hợp của các quy định này là sự gia tăng mạnh mẽ số lượng các ngân hàng toàn quốc và ngân hàng bang từ cuối thế kỷ 19 cho tới đầu thế kỷ 20, từ chưa đến 12.000 ngân hàng vào năm 1899 lên tới đỉnh cao là 30.000 ngân hàng vào năm 1922. Một số lượng lớn các ngân hàng có vốn quá ít chính là tiền đề cho sự thiếu ổn định tài chính và các cơn hoảng loạn, là đặc điểm thường thấy trong đời sống kinh tế Mỹ - ngoạn mục nhất là Đại Suy thoái, khi một cuộc khủng hoảng ngân hàng lớn bị làm cho trầm trọng hơn thay vì được giảm nhẹ trong tay một cơ quan tiền tệ mới có hơn mười lăm năm kinh nghiệm hoạt động. Sự ra đời của bảo hiểm tiền gửi vào năm 1933 đã góp phần lớn làm giảm bớt sự dễ đổ vỡ của các ngân hàng Mỹ trước những cuộc rút tiền ồ ạt. Tuy vậy, khu vực ngân hàng vẫn hết sức manh mún cho tới tận năm 1976, khi Maine trở thành bang đầu tiên hợp thức hóa hoạt động ngân hàng xuyên bang (interstate banking). Mãi cho tới tận năm 1993, sau cuộc khủng hoảng của các ngân hàng tiết kiệm và cho vay (xem Chương 5), số lượng các ngân hàng toàn quốc ở Mỹ mới lần đầu tiên trong gần một thế kỷ giảm xuống dưới con số 3.600.

Năm 1924, John Maynard Keynes từng lớn tiếng bác bỏ chế độ bản vị vàng, xem nó là "di tích thời dã man". Nhưng sự giải phóng tiền tệ do ngân hàng tạo ra, thoát khỏi sự neo giữ của kim loại quý, đã diễn ra chậm chạp. Hiển nhiên chế độ bản vị vàng có những lợi thế của nó. Tính ổn định của tỷ giá cho phép dự đoán giá trong thương mại và giảm chi phí giao dịch, trong khi sự ổn định lâu dài của giá cả đóng vai trò neo giữ các kỳ vọng về lạm phát. Chi phí vay mượn cũng có thể đã giảm xuống trong chế độ bám giữ vào vàng, do các chính phủ phải cam kết theo đuổi những chính sách tài khóa và tiền tệ thận trọng. Khó khăn trong việc neo giữ tiền tệ vào chế độ bản vị dựa trên một hàng hóa duy nhất, hay trên thực tế là neo giữ loại tiền tệ này vào loại tiền tệ khác, chính là việc các nhà hoạch định chính sách bắt buộc phải lựa chọn giữa di chuyển vốn tự do và chính sách tiền tệ quốc gia độc lập. Họ không thể đồng thời có cả hai. Neo giữ tiền tệ cũng có thể làm cho lãi suất ngắn hạn biến động cao hơn, do ngân hàng trung ương muốn giữ giá của đồng tiền ổn định theo tỷ giá cố định so với vàng. Điều này có nghĩa là giảm phát sẽ xảy ra nếu lượng cung của hàng hóa làm neo bị hạn chế (như trường hợp lượng cung của vàng so với nhu cầu về vàng trong hai thập kỷ 1870 và 1880). Và điều này có thể đưa đến các cuộc khủng hoảng tài chính

(như đã xảy ra trong thời kỳ tái thiết lập bản vị vàng sau năm 1929). Trái lại, một hệ thống tiền tệ dựa chủ yếu vào các khoản tiền gửi ngân hàng và tỷ giá hối đoái thả nổi sẽ không chịu những hạn chế này. Chế độ bản vị vàng mất rất nhiều thời gian mới chết hẳn, nhưng không có nhiều người nuối tiếc khi vết tích cuối cùng của nó được dỡ bỏ ngày 15/8/1971, ngày Tổng thống Richard Nixon đóng cửa cái gọi là "cửa sổ" vàng, mà qua đó, trong những điều kiện hạn chế nhất định, đồng đô la vẫn còn có thể được hoán đổi thành vàng. Từ ngày đó trở đi, mối liên hệ kéo dài nhiều thế kỷ giữa tiền tệ và kim loại quý đã bị phá vỡ.

Quốc gia phá sản

Thành phố Memphis, bang Tennessee (Hoa Kỳ), nổi tiếng với những chiếc giày da màu xanh da trời, các bữa liên hoan ngoài trời và những vụ phá sản. Nếu bạn muốn hiểu cách thức các chủ nhà băng ngày nay - những người kế tục dòng họ Medici - đối phó với vấn đề rủi ro tín dụng do những người đi vay không đáng tin cậy tạo ra, thì Memphis nhất định là nơi thích hợp cho bạn.

Tính trung bình, có khoảng từ một tới hai triệu vụ phá sản hằng năm tại Mỹ, gần như toàn bộ đều hên quan tới các cá nhân lựa chọn phá sản thay vì thực hiện các nghĩa vụ mà họ không đáp ứng được. Một tỷ lệ lớn đến ngạc nhiên các vụ phá sản xảy ra ở bang Tennessee. Điều đáng chú ý là quá trình này dường như không đau đớn lắm, nếu so sánh với chuyện tương tự xảy ra tại Venice vào thế kỷ 16 hay một số khu vực tại Glasgow ngày nay. Hầu hết người đi vay lâm vào tình cảnh khó khăn tại Memphis có thể thoát khỏi hay ít nhất cũng giảm được số nợ của mình, mà không bị coi đó là vết nhơ và vẫn an toàn về mặt thân thể. Một trong những câu hỏi lớn nhất là làm thế nào nền kinh tế tư bản thành công nhất thế giới lại có thể được xây dựng trên nền tảng các đổ vỡ kinh tế dễ dàng như thế.

Khi tới thăm Memphis lần đầu vào đầu mùa hè năm 2007, tôi bị cuốn hút bởi sự có mặt khắp nơi và dày đặc của cả tín dụng dễ dãi và sự phá sản dễ dàng. Tất cả những gì tôi phải làm là đi bộ dọc một con phố gần trung tâm thành phố. Đầu tiên sẽ là các trung tâm mua sắm và cửa hàng đồ ăn nhanh, đó là những nơi người Tennessee tiêu dùng đáng kể. Ngay cạnh đó là văn phòng "tư vấn thuế" sẵn sàng giúp những ai thiếu tiền mặt đòi khoản khấu trừ thuế (tax credit) cho người có thu nhập thấp. Tôi thấy một cửa hiệu cho vay tiền lấy ô tô làm thế chấp, bên cạnh đó là một công ty cho vay thế chấp nhà lần hai, và một cửa hàng đổi séc lấy tiền mặt đồng thời ứng trước tiền dựa vào lương cho khách hàng (với lãi suất 200%). Đó là chưa kể tới một hiệu cầm đồ có quy mô bằng cả cửa hàng bách hóa. Ở vị trí tiện lợi cho

những người đã thế chấp tất cả tài sản của mình là một trung tâm cho thuê những đồ nội thất rẻ tiền và ti vi. Và kế bên đó? Trung tâm Plasma, trả 55 đô la một lần cho những người hiến máu. Thành phố Memphis hiện đại đã trao cho thành ngữ "vắt kiệt máu" một ý nghĩa hoàn toàn mới. Một cốc máu có thể không khó mất đi như một pound thịt nhưng ý tưởng chung lại giống nhau đến đáng buồn.

Thế nhưng hậu quả của việc phá sản tại Memphis ít nghiêm trọng hơn nhiều so với rủi ro chết chóc mà Antonio gặp phải tại Venice. Ngay sau Trung tâm Plasma, tôi dừng chân tại văn phòng của George Stevenson, một trong các luật sư kiếm sống bằng cách tư vấn cho các vụ phá sản tại Tòa Phá sản Hoa Kỳ khu vực Tây Tennessee. Vào thời gian tôi tới Tennessee, số các đơn xin phá sản tại riêng khu vực Memphis đã vào khoảng 10.000, và tôi không ngạc nhiên khi thấy Tòa Phá sản đông kín người. Hệ thống này có vẻ hoạt động rất trơn tru. Từng người một, các cá nhân và cặp vợ chồng rơi vào tình trạng mất khả năng thanh toán ngồi cùng với một luật sư, người sẽ đứng ra thay mặt họ để đàm phán với các chủ nợ. Thậm chí còn có một lối tắt riêng cho những người muốn phá sản nhanh chóng - mặc dù tính trung bình, chỉ có ba trên năm vụ phá sản là được dàn xếp (nghĩa là đạt được thỏa thuận với chủ nợ).

Khả năng rũ bỏ món nợ không thể duy trì và bắt đầu lại từ đầu là một trong những đặc trưng kỳ khôi của chủ nghĩa tư bản Mỹ. Vào đầu thế kỷ 19, chưa hề có các nhà tù cho con nợ ở Mỹ, trong khi cùng thời gian đó, các con nợ Anh sẽ phải mòn mỏi lê thân trong tù hàng năm trời. Từ năm 1898, mỗi người Mỹ đều có quyền xin thực hiện Chương VII (thanh lý tài sản) hay Chương XIII (tự nguyện tái tổ chức cá nhân) trong Luật Phá sản Mỹ. Dù giàu hay nghèo, người dân Mỹ dường như coi phá sản là "quyền không thể tách rời", gần như tương đương với quyền "sống, tự do và mưu cầu hạnh phúc". Lý lẽ cho thực tế này là quan điểm rằng luật ở Mỹ tồn tại nhằm khuyến khích tính thần kinh doanh, tức là tạo điều kiện cho sự hình thành các doanh nghiệp mới.

Và điều này có nghĩa là cho người ta được dung thứ nếu các kế hoạch của họ thất bại, kể cả khi chuyện đó xảy ra lần thứ hai, và theo đó cho phép những người ưa rủi ro bẩm sinh học hỏi từ các thử nghiệm và thất bại của mình, cho tới khi cuối cùng, họ cũng tìm ra cách kiếm tiền triệu. Suy cho cùng, những người phá sản hôm nay rất có thể là các chủ doanh nghiệp thành đạt của ngày mai.

Thoạt nhìn, có vẻ như lý thuyết này thực sự hiệu quả. Nhiều doanh nhân thành công nhất nước Mỹ đã thất bại trong những nỗ lực ban đầu của mình, bao gồm cả ông vua xốt cà chua John Henry Heinz, ông trùm ngành xiếc Phineas Barnum và đại gia xe hơi Henry Ford. Tất cả những người này cuối cùng đều giàu kinh khủng, và một lý do không nhỏ là họ có được cơ hội để

thử, để thất bại và để làm lại. Nhưng nếu quan sát kỹ những gì xảy ra ở Tennessee thì vấn đề lại khác. Những người có mặt tại Tòa Phá sản Memphis không phải là các doanh nhân sắp phá sản. Họ chỉ là những cá nhân bình thường không thể trả được các hóa đơn của mình - thường là các hóa đơn y tế lớn mà người Mỹ đột nhiên phải đối mặt nếu như họ không được bảo hiểm y tế cá nhân chi trả. Việc phá sản có lẽ ban đầu là để giúp các doanh nhân và doanh nghiệp của họ, nhưng ngày nay có tới 98% hồ sơ phá sản được xác định là không thuộc kinh doanh. Nguyên nhân chính dẫn tới phá sản không phải là máu kinh doanh mà là tình trạng nợ nần. Trong năm 2007, nợ tiêu dùng của Mỹ đạt tới mức kỷ lục 2,5 nghìn tỷ đô la. Vào năm 1959, nợ tiêu dùng tương đương 16% thu nhập cá nhân khả dụng. Hiện nay, con số này là 24%. [78] Một trong những thách thức mà bất kỳ nhà sử học tài chính hiện đại nào cũng gặp phải là làm sao hiểu được nguyên nhân xảy ra sự bùng nổ nợ nần của hộ gia đình, và ước tính các hậu quả có thể sẽ xảy ra nếu như - và điều này dường như là không tránh khỏi - có sự gia tăng tỷ lệ phá sản tại các bang như Tennessee.

Trước khi có thể trả lời được các câu hỏi này một cách đầy đủ, chúng ta cần xem xét các thành phần then chốt khác của hệ thống tài chính: thị trường trái phiếu, thị trường cổ phiếu, thị trường bảo hiểm, thị trường bất động sản và quá trình toàn cầu hóa phi thường này đã diễn ra trong vòng hai mươi năm qua trên tất cả các thị trường. Nhưng nguyên nhân sâu xa chắc chắn nằm trong việc tiến hóa của tiền tệ và các ngân hàng, với nợ là thành phần chủ chốt. Một thực tế không thể né tránh là quyết định phá vỡ mối liên hệ giữa việc tạo ra tiền và dùng kim loại neo giữ đã đưa đến sự mở rộng tiền tệ chưa từng có - và cùng với nó là sự bùng nổ tín dụng mà thế giới chưa bao giờ được chứng kiến. Bằng cách đo tính thanh khoản như là tỷ lệ tiền theo nghĩa rộng trên sản lượng [79] trong một trăm năm qua, chúng ta thấy rõ rằng xu hướng kể từ thập kỷ 1970 là tỷ lệ này tăng lên - ở những nước lớn phát triển, tỷ lệ này tăng từ khoảng 70% giai đoạn trước khi đóng cửa "cửa sổ vàng" tới hơn 100% vào năm 2005. [80] Trong khu vực đồng euro, tỷ lệ này tăng rất nhanh, từ mức chỉ hơn 60% vào năm 1990 lên tới gần 90% ngày nay. Trong khi đó, tỷ lệ vốn thích đáng (capital adequacy) của các ngân hàng tại các nước phát triển đang giảm chậm chạp nhưng đều đặn. Tại châu Âu, vốn ngân hàng hiện nay chưa bằng 10% tài sản, so với con số khoảng 25% vào đầu thế kỷ 20. [81] Nói cách khác, các ngân hàng không chỉ nhận thêm tiền gửi; họ còn cho vay một tỷ lệ lớn hơn của số tiền gửi này và giảm thiểu vốn cơ sở của mình. Ngày nay, tài sản của ngân hàng (tức là các khoản cho vay) tại các nền kinh tế lớn trên thế giới tương đương 150% tổng GDP của các nước này. [82] Theo Ngân hàng Thanh toán Quốc tế (Bank for International Settlement), tổng tài sản ngân hàng quốc tế vào tháng 12/2006

tương đương 29 nghìn tỷ đô la, xấp xỉ 63% GDP toàn thế giới. [83]

Giá đóng cửa của vàng trên thị trường New York (đô la trên ounce, theo thang logarit), 1908-2008.



Như vậy liệu có đáng ngạc nhiên khi tiền tệ không còn giữ nguyên được giá trị như thời bản vị vàng? Tờ bạc đô la ngày nay có thiết kế như bây giờ kể từ năm 1957. Từ đó, sức mua của nó, trong tương quan với chỉ số giá tiêu dùng, đã giảm đi một cách đáng kinh ngạc mất 87%. Lạm phát trung bình hằng năm trong giai đoạn này vượt quá 4%, cao gấp hai lần mức lạm phát mà châu Âu từng chứng kiến trong cuộc cách mạng giá cả do việc khai thác bạc ở Potosí mang lại. Một người đổi 1.000 đô la tiền tiết kiệm lấy vàng vào năm 1970, thời điểm mà cửa sổ vàng vẫn còn có hiệu lực, sẽ nhận được hơn 26,6 ounce một chút thứ kim loại quý này. Vào thời điểm viết cuốn sách này, với mức giá vàng đạt gần 1.000 đô la cho một ounce, ông ta có thể bán số vàng lấy số tiền 26.596 đô la.

Một thế giới không có tiền sẽ tồi tệ hơn, tồi tệ hơn nhiều, so với thế giới hiện nay. Thật là sai lầm khi cho rằng (như nhân vật Antonio của Shakespeare từng nghĩ) tất cả những người cho vay tiền chỉ là lũ đỉa, hút máu các con nợ không may mắn. Những kẻ cho vay nặng lãi có thể hành động như thế, nhưng các ngân hàng đã biến chuyển kể từ thời gia đình Medici, nhằm mục đích (như cách nói cô đọng của Huân tước Rothschild Đệ Tam) "hỗ trợ cho sự chuyển dịch tiền tệ từ điểm A, nơi hiện nó đang ở, tới điểm B, nơi người ta cần tới nó". [84] Tín dụng và nợ, nói tóm lại, nằm trong số những viên gạch thiết yếu cho phát triển kinh tế, đóng vai trò quan trọng trong việc tạo ra sự giàu có thịnh vượng của các quốc gia không kém gì khai khoáng, chế tạo hay điện thoại di động. Trái lại, nghèo đói hiếm khi có thể

quy trực tiếp cho các mánh mung của những nhà tài chính tham lam. Nó thường xảy ra hơn là do thiếu vắng các tổ chức tài chính, các ngân hàng, chứ không phải do sự hiện diện của chúng. Chỉ khi nào người vay tiền tại những nơi như khu Đông Glasgow có thể tiếp cận được các mạng lưới tín dụng hiệu quả, họ mới có thể thoát khỏi móng vuốt của bọn cho vay nặng lãi; chỉ khi nào những người gửi tiền đưa tiền của mình vào các ngân hàng đáng tin cậy thì số tiền đó mới được chuyển dịch từ vốn nhàn rỗi tới những người chăm chỉ.

Do đó, quá trình tiến hóa của ngân hàng chính là bước đi quan trọng đầu tiên trong sự lên ngôi của đồng tiền. Cuộc khủng hoảng tài chính bắt đầu từ tháng 8/2007 rất ít liên quan tới hình thức cho vay truyền thống của ngân hàng, hay thậm chí tới các vụ phá sản mà trên thực tế đã giảm trong năm 2007 (do sự thay đổi về mặt luật pháp). Nguyên nhân chủ yếu của khủng hoảng là sự thăng trầm của "cho vay chứng khoán hóa", nó cho phép các ngân hàng tạo ra các khoản cho vay, sau đó tái đóng gói chúng rồi đem bán lần nữa. Nhưng điều này xảy ra được chỉ là vì tiếp theo sự lên ngôi của các ngân hàng là sự lên ngôi của cột trụ lớn thứ hai trong hệ thống tài chính hiện đại: thị trường trái phiếu.

Chương 2 SỰ LỆ THUỘC CỦA CON NGƯỜI

Trong một trăm ngày đầu tiên Bill Clinton làm tổng thống, ban đầu người quản lý chiến dịch tranh cử của ông là James Carville đã có một nhận xét nổi tiếng. "Tôi đã từng nghĩ nếu như có kiếp luân hồi, thì tôi muốn trở lại thế giới trong vai trò tổng thống hay giáo hoàng, hay cầu thủ bóng chày đạt tỷ lệ ghi điểm 0,4 [85]," ông ta nói với tờ *Wall Street Journal* (Nhật báo Phố Wall). "Nhưng giờ đây tôi muốn trở lại thế gian trong vai trò thị trường trái phiếu. Khi ấy bạn có thể làm tất cả mọi người sợ" Ông ta đã khá ngạc nhiên khi giá trái phiếu tăng sau cuộc bầu cử tháng 11 trước đó, và động thái này diễn ra trước cả bài phát biểu, trong đó tổng thống cam kết giảm thâm hụt liên bang. "Cái thị trường đầu tư ấy, bọn họ là một đám khó thỏa mãn," cựu Bộ trưởng Tài chính Mỹ Lloyd Bentsen nhận xét. "Liệu nỗ lực này [của Tổng thống] có đáng tin cậy? Có thực sự là chính quyền có quyết tâm thúc đẩy việc đó? Bọn họ đã phán xét nó như vậy đấy." Nếu giá trái phiếu tiếp tục tăng cao, như lời của cựu Chủ tịch Cục Dự trữ Liên bang Alan Greenspan, đó sẽ là "đòn kích thích [kinh tế] mạnh mẽ nhất mà tôi có thể nghĩ tới." [86] Điều gì có thể khiến các quan chức này phát biểu với sự tôn trọng, thậm chí là kinh sợ, về một thị trường chỉ đơn giản là mua đi bán lại các giấy nợ (IOU) của chính phủ?



Trái phiếu 10 năm của chính phủ Nhật, bao gồm cả các phiếu lĩnh lãi

Sau việc các ngân hàng tạo ra tín dụng thì sự ra đời của trái phiếu là cuộc cách mạng lớn thứ hai trong tiến trình lên ngôi của đồng tiền. Các chính phủ (và các công ty lớn) phát hành trái phiếu để vay tiền từ đông đảo dân chúng và tổ chức, thay vì chỉ từ các ngân hàng. Thử lấy ví dụ về trái phiếu kỳ hạn 10 năm của chính phủ Nhật có mệnh giá 100.000 yên và lãi suất cố định hay phiếu lãi (coupon) 1,5%. Đây chỉ là một phần nhỏ trong "núi" nợ công lên tới 838 nghìn tỷ yên mà Nhật Bản đã tích tụ, chủ yếu trong giai đoạn từ những năm 1980 cho tới nay. Trái phiếu này mang theo lời hứa của chính phủ Nhật, sẽ trả lãi 1,5% của 100.000 yên hằng năm trong vòng mười năm tới cho bất kỳ ai sở hữu trái phiếu này. Người mua trái phiếu ban đầu có quyền bán nó bất kỳ lúc nào anh ta muốn và ở bất kỳ mức giá nào do thị trường xác lập. Vào thời điểm viết cuốn sách này, mức giá trái phiếu đó vào khoảng 102.333 yên. Tại sao lại thế? Bởi vì thị trường trái phiếu hùng mạnh xác lập cái giá ấy.

Từ sự khởi đầu khiêm tốn tại các thị quốc bắc Italia 800 năm trước đây, thị trường trái phiếu tới nay đã tăng trưởng tới mức khổng lồ. Tổng giá trị trái phiếu được giao dịch quốc tế hiện nay vào khoảng 18 nghìn tỷ đô la. Giá trị trái phiếu được giao dịch trong nước (ví dụ như các trái phiếu Nhật do các

nhà đầu tư Nhật sở hữu) nằm ở mức đáng kinh ngạc là 50 nghìn tỷ đô la. Tất cả chúng ta, dù có muốn hay không (và hầu hết chúng ta thậm chí còn không biết về nó), đều bị ảnh hưởng bởi thị trường trái phiếu theo hai cách thức quan trọng. Thứ nhất, một tỷ lệ lớn tiền tiết kiệm cho tuổi già của chúng ta được đầu tư trên thị trường trái phiếu. Thứ hai, do quy mô khổng lồ của nó, và bởi vì các chính phủ lớn được đánh giá là những người đi vay đáng tin cậy nhất, chính thị trường trái phiếu đã thiết lập các mức lãi suất dài hạn cho nền kinh tế nói chung. Khi giá trái phiếu giảm, thì lãi suất tăng vọt, dẫn đến những hậu quả đau đớn cho tất cả những người đi vay. Cách thức tác động của nó như sau. Giả sử một người có 100.000 yên muốn để dành. Người này mua trái phiếu có mệnh giá 100.000 yên để giữ cho khoản tiền này an toàn, đồng thời lại tạo ra các khoản thu nhập thường xuyên cho người đó. Nói một cách chính xác, trái phiếu này trả mức lãi suất cố định hay "phiếu lãi" bằng 1,5%: tức là 1.500 yên mỗi năm trong trường hợp trái phiếu trị giá 100.000 yên. Nhưng lãi suất *thị trường* hay tỷ suất lợi tức (yield) hiện hành được xác định bằng cách chia phiếu lãi cho thị giá trái phiếu, và nếu mức thị giá hiện tại là 102.333 yên thì 1.500/102.333 = 1,47%. [87] Bây giờ, hãy tưởng tượng một tình huống khi thị trường trái phiếu hoảng hốt trước gánh nợ khổng lồ của chính phủ Nhật Bản. Giả sử các nhà đầu tư bắt đầu lo ngại là Nhật Bản sẽ không thể đáp ứng được các khoản thanh toán mà nó cam kết trả hằng năm. Hay giả sử họ bắt đầu lo ngại về sự lành mạnh của đồng tiền Nhật Bản - đồng yên - làm căn cứ cho các trái phiếu được yết giá và lãi suất được trả. Trong những tình huống như vậy, giá trái phiếu sẽ sụt giảm khi các nhà đầu tư đua nhau bán số trái phiếu họ có. Các trái phiếu này chỉ tìm thấy người mua khi giá đủ thấp để bù đắp cho người mua rủi ro gia tăng từ việc chính phủ Nhật không trả được nợ hoặc từ việc đồng tiền của Nhật bị giảm giá. Hãy tưởng tượng giá trái phiếu của chúng ta bị giảm xuống còn 80.000 yên. Tỷ lệ lợi tức khi đó sẽ là 1.500/80.000 = 1,88%. Chỉ trong một khoảnh khắc, lãi suất dài hạn của toàn bộ nền kinh tế Nhật Bản đã nhảy lên hai phần năm của một phần trăm, từ 1,47% lên 1,88%. Những người trước khi có thay đổi này đã đầu tư vào trái phiếu để dành dụm cho nghỉ hưu sẽ bị thiệt hại 22%, bởi vì vốn của họ sẽ giảm đi một khoản bằng khoản giảm giá trái phiếu. Còn những người muốn vay mua nhà trả góp sau cú chuyển dịch thị trường này sẽ phải trả thêm ít nhất là 0,41% mỗi năm (hay nói theo ngôn ngữ thị trường là 41 điểm cơ sở [basis point]) cho các khoản vay của mình. Nói như lời của Bill Gross, người điều hành quỹ trái phiếu lớn nhất thế giới tại Pacific Investment Management Company (PIMCO), "các thị trường trái phiếu có quyền lực bởi vì chúng là cơ sở nền tảng cho tất cả các thị trường. Chi phí tín dụng, lãi suất [dựa trên trái phiếu tiêu chuẩn], rốt cuộc sẽ quyết định giá trị của cổ phiếu, nhà ở và tất cả các loại tài sản."

Từ quan điểm của một nhà chính trị, thị trường trái phiếu có quyền lực

một phần do nó đưa ra phán quyết hằng ngày về tính khả tín trong các chính sách tài khóa và tiền tệ của mọi chính phủ. Nhưng quyền lực thực tế của nó nằm ở khả năng trừng phạt một chính phủ bằng chi phí vay mượn cao hơn. Thậm chí chỉ một chuyển động gia tăng nửa điểm phần trăm cũng có thể gây tổn hại cho một chính phủ đang bị thâm hụt ngân sách, và làm tăng nghĩa vụ nợ phải trả cho các khoản chi tiêu vốn dĩ đã cao của chính phủ này. Như trong rất nhiều mối quan hệ tài chính khác, có một vòng tròn hồi tiếp. Chi phí trả lãi cao hơn sẽ làm thâm hụt ngân sách nhiều hơn. Thị trường trái phiếu sẽ càng lo ngại nhiều hơn. Các trái phiếu sẽ lại bị bán tống bán tháo và hạ giá hơn. Lãi suất sẽ lại tăng. Vòng luẩn quẩn này lại tiếp tục. Chẳng mấy chốc chính phủ sẽ phải đứng trước ba lựa chọn ảm đạm. Nó có nên tuyên bố không trả được nợ đối với một phần các khoản nợ của mình, và khi đó biến nỗi lo sợ tồi tệ nhất của thị trường trái phiếu thành hiện thực? Hoặc là, để trấn an thị trường trái phiếu, chính phủ cần cắt giảm chi tiêu ở một số lĩnh vực nào-đấy, khiến cho cử tri hay các thế lực bị ảnh hưởng trở nên giận dữ? Hoặc là, nó cố gắng làm giảm thâm hụt bằng cách tăng thuế? Thị trường trái phiếu hình thành từ chỗ hỗ trợ chính phủ vay mượn. Nhưng trong khủng hoảng, có thể chính thị trường này sẽ chi phối chính sách của chính phủ.

Nhưng làm cách nào mà "ông Bond" này lại trở nên nhiều quyền lực hơn hẳn ông Bond do Ian Fleming tạo ra? Tại sao, cả hai loại *bond* này đều có quyền sinh quyền sát đến vậy [88]?

Núi nợ

"Chiến tranh," triết gia Hy Lạp cổ đại Heraclitus tuyên bố, "là cha đẻ của mọi thứ." Hiển nhiên, chiến tranh là cha đẻ của thị trường trái phiếu. Trong bức tranh khắc đáng chú ý của Pieter van der Heyden *Trận chiến tiền tệ*, những ống heo, túi tiền, thùng tiền và rương tiền - hầu hết được trang bị kiếm, dao, và thương - tấn công lẫn nhau trong một cuộc ẩu đả náo loạn. Những vần thơ bằng tiếng Hà Lan dưới bức tranh viết: "Tất cả đều vì tiền và hàng hóa, cái cuộc chiến này, cái trận cãi vã này." Nhưng những dòng chữ này cũng có thể viết: "Chiến tranh chỉ có thể xảy ra nếu bạn huy động được tiền để thanh toán cho nó." Khả năng tài trợ cho chiến tranh thông qua thị trường nợ của chính phủ, giống như rất nhiều thứ khác trong lịch sử tài chính, là phát kiến của thời Phục hưng ở Italia.



Pieter van der Heyden khắc theo tranh của Pieter Bruegel tiền bối. Trận chiến tiền tệ, khoảng sau năm 1570. Dòng chữ tiếng Hà Lan viết: "Tất cả đều vì tiền và hàng hóa, cái cuộc chiến này, cái trận cãi vã này."

Trong phần lớn thế kỷ 14 và 15, các thị quốc Trung cổ ở Tuscany là Florence, Pisa và Siena thường xuyên đánh lẫn nhau hay đánh nhau với các thành phố khác của Italia. Tiền bạc cũng tham gia đánh nhau như con người. Thay vì yêu cầu các công dân của mình tham gia công việc đánh nhau bẩn thỉu, các thành phố này mướn những nhà thầu quân sự (*condottiero*), để họ huy động các đội quân cướp đất và của cải từ các đối thủ. Trong số những *condottiero* trong hai thập kỷ 1360 và 1370 có một người nổi bật hơn cả. Dáng người oai vệ của ông vẫn còn lưu lại trên những bức tường tại Nhà thờ Lớn (Duomo) của Florence - bức tranh này vốn do công chúng Florence đặt hàng để bày tỏ lòng biết ơn và ghi nhận "tài lãnh đạo không gì so sánh được" của ông. Cho dù có vẻ khó tin, nhưng người lính đánh thuê xuất sắc này lại là một chàng trai người hạt Essex (Anh), sinh ra và lớn lên ở làng Sible Hedingham. Bởi John Hawkwood đã thay mặt họ để tham chiến một cách hết sức khéo léo, những người Italia gọi ông là *Giovanni Acuto*, nghĩa là John Sắc Sảo. Lâu đài Castello di Montecchio ở ngoại ô Florence là một trong những bất động sản mà người Florence trao cho ông để tưởng thưởng công lao của ông. Thế nhưng Hawkwood là một lính đánh thuê, sẵn sàng chiến đấu cho bất kỳ ai trả tiền cho mình, kể cả các thành phố Milan, Padua, Pisa hay Giáo hoàng. Những bức tranh tường lộng lẫy tại cung điện Palazzo

Vecchio ở Florence mô tả cảnh hai đoàn quân của Pisa và Florence đụng độ nhau năm 1364, vào thời điểm Hawkwood đang chiến đấu cho Pisa. Thế nhưng mười lăm năm sau, ông ta đã chuyển sang phục vụ Florence và dành hết phần đời binh nghiệp còn lại của mình cho thành phố này. Tại sao? Bởi vì Florence chính là nơi chốn của tiền.

Chi tiêu cho chiến tranh liên miên đã đẩy các thị quốc Italia vào khủng hoảng. Ngay cả trong những năm không có chiến tranh, chi tiêu cũng cao gấp hai lần thu nhập từ thuế. Phải trả tiền cho những người như Hawkwood, Florence chìm ngập trong tình cảnh thâm hụt tài chính. Ngày nay, bạn vẫn có thể nhìn thấy trong sổ sách tại Quốc thư khố Tuscany rằng gánh nợ của thành phố này tăng 100 lần từ 50.000 florin vào đầu thế kỷ 14 lên tới 5 triệu vào năm 1427.[89] Đó thực sự là một núi nợ - từ đó mới có cái tên *monte commune* hay núi nợ công. [90] Tới đầu thế kỷ 15, tiền vay chiếm tới gần 70% thu nhập của thành phố. "Núi" nợ này tương đương với hơn một nửa tổng sản lượng hằng năm của nền kinh tế Florence.

Những người Florence có thể vay mượn số tiền khổng lồ như vậy từ ai? Câu trả lời là từ chính họ. Thay vì trả thuế đất đai, các công dân giàu có có nghĩa vụ cho chính phủ thành phố mình vay tiền. Để đổi lấy các khoản cho vay bắt buộc này (gọi là *prestanze*), họ nhận được tiền lãi. Chính xác thì hành vi này không gọi là cho vay lấy lãi (là thứ như chúng ta biết, bị Giáo hội ngăn cấm) do khoản tiền cho vay là bắt buộc; và để phù hợp với giáo luật, khoản tiền lãi được coi như là tiền đền bù (*damnum emergens*) cho những chi phí thực tế hay giả định phát sinh từ khoản đầu tư bắt buộc. Như Hostiensis (hay Henry) ở Susa đã viết vào khoảng năm 1270:

Nếu một thương nhân nào đó, quen với việc theo đuổi các hoạt động trao đổi thương mại công bằng và hưởng lợi từ các hoạt động này, mà vì lòng từ thiện, cho tôi, người đang hết sức cần tiền, vay một khoản tiền mà lẽ ra anh ta có thể sử dụng để kinh doanh, thì tôi sẽ có nghĩa vụ bù đắp interesse *(lợi ích) cho anh ta [chú ý đây chính là nghĩa sử dụng ban đầu của từ "interest" - tiền lãi]...* [91]

Một đặc điểm quan trọng của hệ thống Florence là người ta có thể bán các khoản tiền cho vay này cho những công dân khác nếu nhà đầu tư cần có tiền mặt ngay; nói cách khác, chúng là những tài sản có tính thanh khoản khá cao, cho dù những trái phiếu này vào thời đó chỉ là vài dòng không hơn không kém ghi trong một cuốn sổ bọc da.

Như vậy, trên thực tế, Florence đã biến công dân của mình thành những nhà đầu tư lớn nhất. Cho tới đầu thế kỷ 14, hai phần ba các hộ gia đình ở đây đã đóng góp theo cách thức này để tài trợ cho khoản nợ công của chính quyền, mặc dù hầu hết phần đóng góp đến từ số ít ỏi vài nghìn cá nhân giàu có. [92] Các khoản bút toán của nhà Medici trong "Ruolo delle prestanze"

("Sổ cho vay") không chỉ minh chứng cho sự giàu có của gia đình này vào thời điểm đó, mà còn thể hiện mức độ đóng góp của họ cho ngân khố thị quốc. Một lý do giải thích việc hệ thống này hoạt động rất hiệu quả là họ cùng vài gia đình giàu có khác đã kiểm soát chính quyền thành phố và do đó kiểm soát cả nền tài chính của thành phố. Cấu trúc quyền lực đầu sỏ [93] này tạo nền tảng chính trị vững chắc cho thị trường trái phiếu. Không giống như một ông vua vô trách nhiệm được truyền ngôi nối dõi và có thể vi bội lời hứa trả tiền cho chủ nợ, những người phát hành trái phiếu tại Florence nói chung cũng là những người mua chúng. Do đó, không có gì ngạc nhiên khi họ quan tâm sâu sắc đến việc đảm bảo tiền lãi được trả.

Dẫu vậy, vẫn có một giới hạn về số lượng những cuộc chiến tranh ít nhiều không sinh lợi có thể được tiến hành theo cách này. Các khoản nợ của những thành phố Italia càng lớn thì họ càng phải phát hành thêm trái phiếu; và lượng trái phiếu được phát hành càng lớn thì rủi ro họ không trả được nợ theo cam kết càng cao. Trên thực tế, Venice đã phát triển hệ thống nợ công thậm chí còn trước cả Florence, từ cuối thế kỷ 12. *Monte vecchio* (núi cũ), tên của khoản nợ được tích lũy này, đóng vai trò chủ chốt trong việc tài trợ cho các cuộc chiến vào thế kỷ 14 giữa Venice với Genoa và các địch thủ khác. Một núi nợ khác nảy sinh sau cuộc chiến tranh kéo dài với người Thổ Nhĩ Kỳ diễn ra từ năm 1463 tới 1479 và được gọi là *monte nuovo* (núi mới). [94] Các nhà đầu tư nhận được mức lãi 5% hằng năm, trả hai lần mỗi năm từ các khoản thuế hàng hóa của thành phố (được đánh trên các hàng tiêu dùng như muối). Tương tự như *prestanze* của Florence, *prestito* ở Venice là các khoản cho vay bắt buộc, nhưng tồn tại trong một thị trường thứ cấp cho phép các nhà đầu tư bán trái phiếu của mình cho những nhà đầu tư khác để đổi lấy tiền mặt. [95] Nhưng tới cuối thế kỷ 15, một loạt thất bại quân sự của Venice khiến cho thị trường *prestito* bị suy yếu nghiêm trọng. Từng có giá 80 (thấp hơn mệnh giá 20%) vào năm 1497, trái phiếu loại *monte nuovo* ở Venice chỉ còn 52 vào năm 1500, hồi phục lại mức 75 vào cuối năm 1502 để rồi sụt giảm từ 102 xuống còn 40 vào năm 1509. Tại những thời điểm thấp nhất trong giai đoạn từ năm 1509 đến 1529, một *monte vecchio* chỉ bán được với giá 3 và một *monte nuovo* bán được với giá 10. [96]

Nếu bạn mua trái phiếu chính phủ trong khi chiến tranh đang diễn ra, hiển nhiên bạn đang chấp nhận rủi ro: rủi ro ở chỗ có thể chính phủ sẽ không trả lãi cho bạn. Mặt khác, hãy nhớ là tiền lãi được trả căn cứ vào *mệnh giá* của trái phiếu, cho nên nếu bạn có thể mua một trái phiếu lãi 5% với mức giá 10% mệnh giá, bạn sẽ thu được tỷ suất lợi tức cao 50%. Thực chất là bạn dự kiến mức sinh lợi tỷ lệ với rủi ro mà bạn sẵn sàng đón nhận. Đồng thời, như chúng ta đã thấy, chính thị trường trái phiếu xác lập lãi suất cho toàn nền kinh tế. Nếu như chính phủ phải trả lãi 50% thì ngay cả những người đi vay

thương mại đáng tin cậy cũng phải trả một cái phí bảo hiểm chiến tranh nào đó. Không phải là trùng hợp ngẫu nhiên khi vào năm 1499, lúc Venice phải chiến đấu cả trên bộ tại Lombardy và trên biển chống lại Đế quốc Ottoman, thành phố này chứng kiến một cuộc khủng hoảng tài chính nghiêm trọng khi các trái phiếu sụt giá thê thảm và lãi suất tăng vọt. [97] Tương tự, thị trường trái phiếu sụp đổ năm 1509 là kết quả trực tiếp từ thất bại của quân đội Venice ở Agnadello. Hậu quả trong các trường hợp này đều giống nhau: đó là việc kinh doanh đình trệ.

Không chỉ các thị quốc Italia đóng góp cho sự đi lên của thị trường trái phiếu. Ở Bắc Âu, các chính thể đô thị cũng phải đối mặt với vấn đề tài trợ cho các khoản thâm hụt của họ sao cho không làm mất lòng Giáo hội. Ở đây, người ta đi đến một giải pháp hơi khác. Mặc dù cấm lấy lãi trên khoản vay (*mutuum*), nhưng luật về cho vay lấy lãi không áp dụng với các hợp đồng thời trung đại gọi là *census*, trong đó cho phép một bên mua các khoản tiền thanh toán hằng năm (niên kim) từ bên kia. Vào thế kỷ 13, các niên kim này bắt đầu được phát hành tại các thành thị bắc Pháp như Douai và Calais và các thành thị ở xứ Flanders [98] như Ghent. Niên kim thuộc một trong hai hình thức: *rente heritable* hay *erfelijkrente* (niên kim thừa kế), là dòng thu nhập vĩnh viễn mà người mua có thể để lại cho người được thừa kế, hoặc *rente viagère* hay *lijfrente* (niên kim trọn đời), là trường hợp dòng tiền thu nhập chấm dứt khi người mua chết. Người bán, chứ không phải người mua, có quyền lấy lại *rente* bằng cách trả lại tiền gốc. Cho tới giữa thế kỷ 16, việc bán các niên kim này mang tới khoảng 7% thu nhập của tỉnh Hà Lan. [99]

Cả hai vương triều Pháp và Tây Ban Nha đều muốn huy động tiền theo cách này, nhưng họ phải sử dụng các thành thị làm trung gian. Trong trường hợp của Pháp, các khoản tiền được *hôtel de ville* (tòa thị chính) Paris thay mặt nhà vua huy động; trong trường hợp Tây Ban Nha, các *juro* (khoản vay) hoàng gia được bán cho thị trường thông qua Casa di San Giorgio (một tập đoàn tư nhân đã mua lại quyền thu thuế cho thành phố) ở Genoa (nay thuộc Italia) và thông qua *beurs*, một hình thức tiên phong cho thị trường chứng khoán hiện đại, ở Antwerp (nay thuộc Bỉ). Thế nhưng những người đầu tư vào các khoản nợ của hoàng gia cần cẩn thận. Trong khi các thành thị, với những hình thức cai trị kiểu tập đoàn đầu sỏ và các khoản nợ trong phạm vi địa phương, sẽ có động cơ tránh vỡ nợ, thì điều này không còn đúng với những nhà cai trị chuyên chế. Như chúng ta đã thấy ở Chương 1, vua Tây Ban Nha vỡ nợ nhiều lần trong giai đoạn cuối thế kỷ 16 và thế kỷ 17: hoãn trả nợ toàn phần hay một phần cho các chủ nợ trong các năm 1557, 1560, 1575, 1596, 1607, 1627, 1647, 1652 và 1662. [100]

Một phần lý do giải thích các khó khăn tài chính của Tây Ban Nha là những chi phí cực kỳ tốn kém trong nỗ lực nhằm đánh bại các tỉnh nổi dậy ở

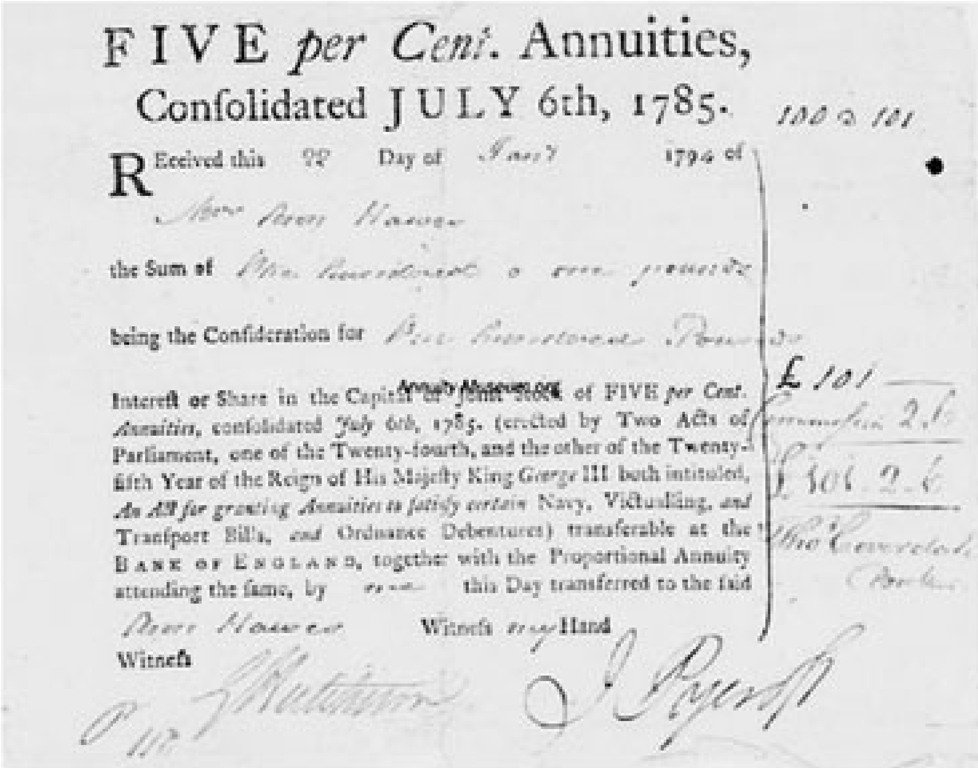
Bắc Hà Lan. Cuộc nổi loạn này là một sự kiện bước ngoặt trong lịch sử tài chính cũng như lịch sử chính trị. Với thể chế cộng hòa, Các tỉnh Hợp nhất kết hợp được ưu điểm của thị quốc với quy mô của quốc gia. Họ có thể tài trợ được cho những cuộc chiến của mình nhờ phát triển Amsterdam thành thị trường cho một loạt các loại chứng khoán mới: không chỉ có niên kim trọn đời và vĩnh viễn, mà còn cả các khoản cho vay xổ số (người đầu tư sẽ mua một xác suất nhỏ để trúng khoản tiền lớn). Tới năm 1650, đã có hơn 65.000 *rentier* (người sống bằng lợi tức) Hà Lan, những người đầu tư vốn vào một công cụ nợ nào đó, nhờ đó hỗ trợ tài chính cho cuộc đấu tranh lâu dài của người Hà Lan nhằm duy trì nền độc lập của mình. Trong khi người Hà Lan chuyển từ tình trạng tự vệ sang bành trướng đế quốc thì núi nợ của họ cũng ngày một chất cao hơn, từ 50 triệu guilder (ghin-đơ) năm 1632 lên tới 250 triệu guilder vào năm 1752. Thế nhưng, tỷ suất lợi tức trên trái phiếu Hà Lan lại giảm dần một cách đều đặn, xuống thấp tới mức 2,5% vào năm 1747, một dấu hiệu cho thấy không những vốn đã trở nên thừa mứa ở Các tính Hợp nhất mà các nhà đầu tư cũng rất ít lo ngại về việc Hà Lan vỡ nợ. [101]

Cùng với cuộc Cách mạng Vinh quang năm 1688 ở Anh, khi vua James II theo Công giáo bị lật đổ và Công tước xứ Orange người Hà Lan theo đạo Tin Lành được đưa lên ngôi, những sáng kiến này và các đổi mới khác đã từ Amsterdam vượt eo biển Manche tới London. Hệ thống tài khóa của Anh vốn đã khác biệt đáng kể so với hệ thống của các nền quân chủ ở lục địa. Đất đai do nhà vua sở hữu đã bị đem bán sớm hơn ở những nơi khác làm tăng quyền lực của nghị viện trong việc kiểm soát chi tiêu của hoàng gia, trong khi quyền lực nghị viện tại Tây Ban Nha, Pháp và Đức bị suy giảm. Ở Anh cũng có sự dịch chuyển rõ rệt hướng đến ngành dân chính có tính chuyên nghiệp, sống dựa vào lương chứ không bằng tham ô. Cuộc Cách mạng Vinh quang càng làm sâu sắc thêm sự khác biệt này. Từ lúc này trở đi, không còn hiện tượng vỡ nợ thường xuyên nữa (ký ức về sắc lệnh "Ngừng thanh toán" năm 1672 vẫn còn in đậm trong tâm trí những nhà đầu tư London, khi vua Charles II trong tình cảnh nợ nần như chúa Chổm đã hoãn thanh toán các khoản nợ của mình). Từ đây cũng không còn hiện tượng giảm giá kim loại tiền đúc, nhất là sau khi Anh áp dụng chế độ bản vị vàng vào năm 1717. Các khoản tài chính của hoàng gia chịu sự giám sát kỹ lưỡng của nghị viện. Đồng thời, có nỗ lực bền bỉ nhằm hợp nhất các khoản nợ mà vương triều Stuart đã tích tụ trong nhiều năm, quá trình này được hoàn thành vào năm 1749 với việc Henry Pelham tạo ra Quỹ Hợp nhất (Consolidated Fund) [102]. [103] Điều này trái hẳn với định hướng tài chính đang diễn ra tại Pháp, nơi các vụ vỡ nợ xảy ra có tính định kỳ; các chức vụ được rao bán để thu tiền chứ không để phục vụ dân sự; việc thu thuế bị tư nhân hóa hay bị đùn đẩy; các báo cáo ngân sách hiếm hoi và hầu như không thể hiểu được; Estates General [Hội

nghị Ba Đẳng cấp] (là cơ quan gần nhất với một nghị viện ở Pháp) không còn hội họp; và các tổng quản tài chính nối tiếp nhau cố gắng huy động tiền bằng cách phát hành các *rente* và *tontine* [104] (các niên kim được bán căn cứ vào cuộc đời của các nhóm người) theo những điều khoản rộng rãi quá mức với các nhà đầu tư. [105] Ở London, tới giữa thế kỷ 18 đã có một thị trường trái phiếu thịnh vượng, trong đó các trái phiếu hợp nhất vô thời hạn (consol) của chính phủ là loại chứng khoán chủ yếu được mua bán, vì có tính thanh khoản cao - nói cách khác là dễ bán - và hấp dẫn với các nhà đầu tư nước ngoài (nhất là người Hà Lan). [106] Ở Paris, trái lại, không có những hiện tượng như vậy. Chính sự khác biệt tài chính này sẽ tạo ra những hậu quả chính trị sâu sắc.

Bởi vì đây có thể coi là thứ trái phiếu thành công nhất từng được phát hành, chúng ta cũng nên dừng lại để quan sát kỹ hơn về trái phiếu hợp nhất nổi danh của Anh. Cho tới cuối thế kỷ 18, người ta có thể đầu tư vào hai loại: loại mang phiếu lãi 3% và loại mang phiếu lãi 5%. Ngoài khác biệt lãi suất thì cả hai loại này đều giống hệt nhau: chúng cùng là các trái phiếu vĩnh viễn, không ấn định ngày đáo hạn, và chính phủ chỉ có thể mua lại (thu hồi) khi thị giá của chúng bằng hay cao hơn mệnh giá (par). Hình minh họa sau cho thấy một trái phiếu hợp nhất thông thường, là hóa đơn một phần được in, một phần viết tay, nêu rõ số tiền đầu tư, mệnh giá chứng khoán, tên nhà đầu tư và ngày tháng:

Nhận vào ngày 22 tháng 1 năm 1796 từ Bà Anna Hawes số tiền Một trăm linh một bảng, được tính là Một trăm bảng tiền vốn, hay phần góp trong vốn hay cổ phần liên hợp, với niên kim năm phần trăm, phát hành hợp nhất không đáo hạn ngày 6 tháng 7 năm 1785... có thể chuyển nhượng tại Ngân hàng Anh...


FIVE per Cent. Annuities,
Consolidated JULY 6th, 1785.

Received this Day of 1796 of

the Sum of

being the Consideration for

£ 101

Interest or Share in the Capital or Joint Stock of FIVE per Cent. Annuities, consolidated July 6th, 1785, (erected by Two Acts of Parliament, one of the Twenty-fourth, and the other of the Twenty-fifth Year of the Reign of His Majesty King George III both intituled, An Act for granting Annuities to satisfy certain Navy, Victualling, and Transport Bills, and Ordnance Debentures) transferable at the BANK OF ENGLAND, together with the Proportional Annuity attending the same, by this Day transferred to the said

Witness my Hand

Witness

Với việc trả 101 bảng cho trái phiếu vô thời hạn 100 bảng, bà Hawes đảm bảo nhận được tỷ suất lợi tức hằng năm trên đầu tư của mình ở mức 4,95%. Đây không phải là khoản đầu tư đúng lúc lắm. Tháng 4 năm đó diễn ra chiến thắng đầu tiên tại Montenotte của một đội quân Pháp do viên sĩ quan trẻ người đảo Corse có tên là Napoléon Bonaparte chỉ huy. Ông ta lại chiến thắng lần nữa tại Lodi vào tháng 5. Trong hai thập kỷ tiếp theo, người này sẽ là một mối nguy cho sự an toàn và ổn định tài chính của Đế quốc Anh, chưa nói tới nền hòa bình của châu Âu, mối nguy lớn hơn tất cả các dòng họ Habsbourg và Bourbon gộp lại. Để đánh bại ông ta, sẽ phải xuất hiện thêm một núi nợ nữa. Và khi núi nợ ngày một cao thì giá trái phiếu vô thời hạn cá nhân sẽ giảm đi - và nó đã giảm đến 30% trong thời điểm tài sản của nước Anh ở mức tồi tệ nhất.

Việc đi lên như sao băng của chàng lùn đảo Corse để trở thành Hoàng đế Pháp và chúa tể lục địa châu Âu là một sự kiện hiếm người có thể đoán được vào năm 1796, và bà Anna Hawes hiển nhiên không ở trong số đó. Nhưng một công tích còn nổi bật hơn (và tồn tại lâu dài hơn) về thăng tiến trong đẳng cấp xã hội sẽ xảy ra gần như vào đúng khung thời gian ấy. Chỉ vài năm sau thất bại cuối cùng của Napoléon tại Waterloo, một người đàn ông đã vươn lên trong khung cảnh u ám của khu Do Thái ở Frankfurt để trở thành một Bonaparte tài chính: ông chủ của thị trường trái phiếu và thậm chí, như một số người nhận định, ông chủ của nền chính trị châu Âu. Tên của người đó là Nathan Rothschild.

Bonaparte tài chính

Là ông chủ của những tài sản không giới hạn, ông ta tự khoe rằng mình là người phân xử hòa bình và chiến tranh, rằng nguồn tín dụng của các quốc gia phụ thuộc vào cái gật đầu của ông ta; ngân hàng giao dịch của ông ta nhiều vô số; những nhân viên thư tín của ông ta còn nhiều hơn cả các vua chúa cầm quyền; các quốc vụ khanh được ông ta trả lương. Ở vị thế tột bậc trong các nội các ở châu Âu lục địa, giờ đây ông ta muốn thống trị nội các của chúng ta. [107]

Những lời này được nghị sĩ cấp tiến Thomas Dunscombe phát biểu năm 1828. Người mà ông ta nhắc tới chính là Nathan Mayer Rothschild, người thành lập chi nhánh London của cái được xem là ngân hàng lớn nhất thế giới trong gần trọn thế kỷ 19. [108] Thị trường trái phiếu đã khiến gia tộc Rothschild giàu có - đủ để xây 41 dinh cơ sang trọng ở khắp châu Âu, trong đó có Waddesdon Manor tại Buckinghamshire, tòa nhà này được phục hồi trở lại tráng lệ bởi Huân tước Rothschild Đệ Tứ, chút của Nathan. Cụ tổ cần cù của ông, theo Huân tước Rothschild, là một người "thấp, béo, hay bị ám ảnh, cực kỳ thông minh, có khả năng tập trung cao độ... Tôi hình dung ông ấy không phải là một người dễ chịu cho lắm nếu phải làm ăn cùng." Em họ của ông là Evelyn de Rothschild có cùng quan điểm. "Tôi nghĩ ông ấy rất tham vọng" ông ta nói khi ngắm bức chân dung của Nathan Rothschild treo tại phòng lớn trong văn phòng của ngân hàng N. M. Rothschild ở ngõ St Swithin Lane, London, "và tôi nghĩ ông ấy là người rất quyết tâm. Tôi không nghĩ ông ấy chịu đựng được những kẻ khờ."

Mặc dù những người trong gia đình Rothschild chịu khó viết thư song chỉ còn tương đối ít thư từ của Nathan gửi cho các anh em trai của mình còn sót lại. Nhưng có một trang thư cho thấy rõ ông ta là người như thế nào. Được viết bằng ngôn ngữ *Judendeutsch* (tiếng Đức chuyển tự sang chữ cái Hebrew) gần như không ai đọc được, như tất cả các bức thư khác của Nathan, bức thư này cô đọng cái có thể gọi là luân lý nghề nghiệp kiểu Do Thái và sự thiếu kiên nhẫn của ông với những người anh em kém linh lợi:

Tôi viết cho các anh em để đưa ra ý kiến của mình, bởi đó là trách nhiệm chết tiệt của tôi khi viết cho các anh em... Tôi đã đọc thư của mọi người không chỉ một lần mà có lẽ tới một trăm lần. Các anh em có thể tự tưởng tượng lấy. Sau bữa tối, tôi thường không có việc gì làm. Tôi không đọc sách, tôi không chơi bài, tôi không tới rạp hát, niềm vui duy nhất của tôi chỉ là công việc và thế là tôi đã đọc thư của anh Amschel, anh Salomon, James và Carl... về lá thư của Carl [đề cập tới việc mua một căn nhà lớn ở Frankfurt]... tất cả chỉ toàn những điều vô nghĩa, bởi vì chừng nào chúng ta còn làm ăn tốt và còn giàu có, tất cả mọi người sẽ phỉnh phờ chúng ta và những ai không có lợi ích gì nhờ chúng ta sẽ ghen tị với chúng ta. Anh Salomon thì lại quá tốt, luôn tán đồng với mọi thứ và với bất kỳ ai nên nếu

như có một thằng ăn bám nào thì thầm vào tai anh, anh sẽ nghĩ rằng tất cả nhân loại đều cao thượng cả [;] thực tế là tất cả bọn chúng đều chỉ theo đuổi lợi ích cho mình. [109]

Điều không mấy ngạc nhiên là anh em của Nathan gọi Nathan là "viên tướng thống soái". "Tất cả những gì chú viết," Salomon mệt mỏi than phiền năm 1815, "là trả tiền cái này, trả tiền cái kia, gửi thứ này, gửi thứ kia” [110] Chính nghị lực phi thường ấy, cộng với tài năng tài chính thiên bẩm, đã lôi Nathan từ chốn vô danh tại *Judengasse* (phố Do Thái) ở Frankfurt tới chỗ nắm trong tay thị trường trái phiếu London. Nhưng một lần nữa, cơ hội cho sáng kiến tài chính lại do chiến tranh tạo ra.

Sáng ngày 18/6/1815, 67.000 binh sĩ Anh, Hà Lan và Đức dưới quyền chỉ huy của Công tước Wellington trông sang bên kia cánh đồng Waterloo, khá gần Brussels, nơi có đám binh sĩ Pháp có số lượng gần ngang bằng do Hoàng đế Pháp Napoléon Bonaparte chỉ huy. Trận chiến Waterloo là đỉnh cao của hơn hai thập kỷ xung đột lúc bùng lúc lắng giữa Anh và Pháp. Nhưng nó không chỉ là một trận đánh giữa hai đội quân. Nó còn là cuộc tỷ thí giữa hai hệ thống tài chính đối địch nhau: hệ thống thứ nhất của Pháp, dưới thời Napoléon dựa vào việc cướp bóc (đánh thuế những kẻ bị chinh phục); hệ thống kia của Anh dựa trên vay nợ.

Chưa bao giờ người ta lại phát hành nhiều trái phiếu để tài trợ cho xung đột quân sự đến vậy. Từ năm 1793 tới 1815, nợ quốc gia của Anh đã tăng gấp ba lần, lên đến 745 triệu bảng, nhiều hơn hai lần sản lượng hằng năm của nền kinh tế Anh. Sự gia tăng nguồn cung trái phiếu đã gây ra gánh nặng lớn cho thị trường London. Từ tháng 2/1792, giá của một trái phiếu vô thời hạn 100 bảng với lãi suất 3% thông thường đã giảm từ 96 bảng xuống còn 60 bảng trước ngày diễn ra trận Waterloo, và có lúc (vào năm 1797) còn giảm xuống dưới 50 bảng. Đó thực sự là thời buổi khó khăn cho những người như bà Anna Hawes.

Theo một truyền thuyết lâu đời, những khoản tiền triệu đầu tiên của gia đình Rothschild có được là nhờ Nathan đã phỏng đoán chính xác về tác động của kết quả trận đánh tới giá trái phiếu Anh. Trong một vài phiên bản của câu chuyện này, đích thân Nathan đã chứng kiến trận đánh, ông ta đã mạo hiểm vượt qua trận bão ở eo biển Manche để tới London trước khi tin chính thức về chiến thắng của Wellington tới nơi, và bằng cách mua một lượng lớn trái phiếu trước khi giá tăng mạnh, ông ta đã kiếm được từ 20 tới 135 triệu bảng Anh. Đây chính là huyền thoại mà sau này nước Đức Quốc xã cố gắng hết sức thêu dệt. Năm 1940, Joseph Goebbels chấp thuận việc xuất bản cuốn *Die Rothschilds* (Nhà Rothschild), trong đó mô tả một gã Nathan lươn lẹo đã hối lộ một viên tướng Pháp để đảm bảo cho chiến thắng của Công tước Wellington, rồi cố tình đưa tin sai về kết quả trận đánh tới London nhằm tạo

ra cơn hoảng loạn bán ra các trái phiếu Anh, sau đó ông ta vồ lấy với mức giá mua rất thấp. Nhưng thực tế thì hoàn toàn khác. [111] Không những không kiếm được tiền từ chiến thắng của Wellington, nhà Rothschild suýt nữa còn khuynh gia bại sản. Cơ nghiệp của gia đình này được làm ra không phải nhờ Waterloo, mà bất chấp Waterloo.

Sau một chuỗi các can thiệp sai lầm, quân đội Anh đã bắt đầu đánh nhau với Napoléon trên lục địa châu Âu từ tháng 8/1808, khi người sau này là Công tước Wellington, còn lúc ấy là Trung tướng Arthur Wellesley, dẫn đầu một đoàn quân viễn chinh tới Bồ Đào Nha mà một năm trước vừa bị Pháp xâm lược. Gần như suốt sáu năm sau đó, nhu cầu đưa người và nguyên vật liệu tới bán đảo Iberia [112] luôn thường trực. Việc bán trái phiếu cho công chúng chắc hẳn đã huy động được khá nhiều tiền cho chính phủ Anh, nhưng tiền giấy không có ích mấy ở các chiến trường xa xôi. Để cung cấp nhu yếu phẩm cho quân đội và trả tiền cho các đồng minh của Anh chống Pháp, Wellington cần tới một loại tiền tệ có thể được chấp nhận ở mọi nơi. Thách thức chính là phải biến số tiền huy động được trên thị trường trái phiếu thành tiền vàng, và đưa chúng tới nơi nào người ta cần chúng. Gửi tiền vàng từ London tới Lisbon là một công việc tốn kém và nguy hiểm trong thời chiến. Nhưng khi các thương nhân Bồ Đào Nha từ chối chấp nhận các hối phiếu của Wellington thì dường như chẳng còn lựa chọn nào khác ngoài việc vận chuyển tiền.

Là con trai của một nhà buôn đồ cổ và môi giới hối phiếu khá thành công ở Frankfurt, Nathan Rothschild mãi đến năm 1799 mới sang Anh. Trong gần mười năm sau đó, ông ta chủ yếu hoạt động ở vùng công nghiệp hóa miền Bắc, mua hàng dệt chuyển về Đức. Mãi tới năm 1811, ông mới bắt đầu kinh doanh ngân hàng tại London. Vậy tại sao chính phủ Anh lại cần tới ông khi gặp khó khăn tài chính? Câu trả lời là Nathan đã tích lũy được những kinh nghiệm quý giá khi buôn lậu vàng sang châu Âu, chọc thủng sự phong tỏa mà Napoléon áp đặt lên hoạt động thương mại giữa Anh và Pháp. (Thực sự là giới chức Pháp đã nhắm mắt làm ngơ cho việc vi phạm này, với niềm tin đơn giản của những người theo chủ thuyết trọng thương rằng việc vàng rời khỏi Anh nhất định sẽ làm suy yếu quá trình chuẩn bị chiến tranh của Anh). Tháng 1/1814, Bộ trưởng Tài chính Anh cho phép Tổng cục trưởng Quân nhu John Charles Herries được phép "dùng ngài đó [Nathan], một cách bí mật và kín đáo nhất, để thu gom từ Đức, Pháp và Hà Lan lượng tiền vàng và tiền bạc của Pháp ở mức lớn nhất, nhưng không được nhiều hơn 600.000 bảng, mà ông ta có thể mua được trong vòng hai tháng từ thời điểm này." Số tiền này sau đó được chuyển lên tàu vận tải của Anh đồ tại cảng Helvoetsluys của Hà Lan rồi được chuyển tới cho Wellington, lúc này đã vượt qua dãy Pyrenees để tiến vào Pháp. Đây là một phi vụ cực lớn, phụ

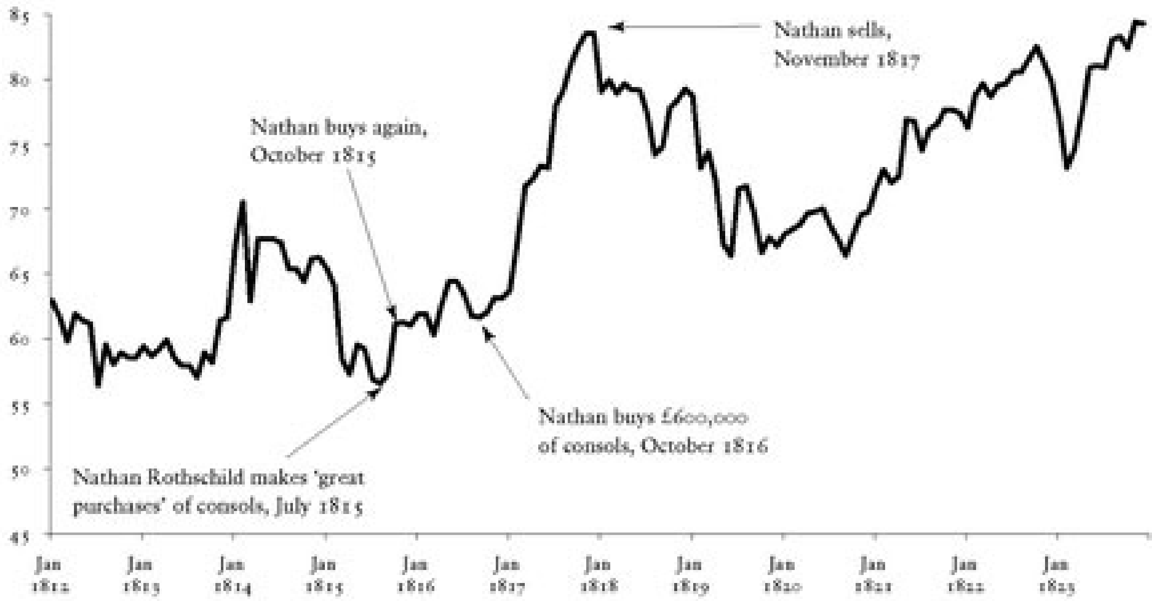
thuộc vào khả năng của anh em nhà Rothschild trong việc tận dụng hệ thống tín dụng hai bên bờ eo biển Manche của họ và quản lý chuyển giao tiền vàng trên quy mô lớn. Họ thực hiện nhiệm vụ của mình thành công đến nỗi Wellington chẳng mấy chốc đã viết thư bày tỏ lòng biết ơn trước "lượng cung tiền khổng lồ". Như Herries viết: "Rothschild đã thực hiện những công việc được giao phó hết sức thành công, và mặc dù là một người Do Thái [nguyên văn], chúng tôi vẫn hết sức tin tưởng ông ta." Tới tháng 5/1814, Nathan đã giao gần 1,2 triệu bảng cho chính phủ Anh, nhiều gấp hai lần số lượng được nêu ra trong chỉ dẫn ban đầu dành cho ông.

Việc huy động lượng vàng lớn như thế, dù ở thời điểm sắp kết thúc chiến tranh, hiển nhiên có nhiều rủi ro. Nhưng từ quan điểm của nhà Rothschild, những khoản hoa hồng hậu hĩnh mà họ được hưởng là thừa để họ chấp nhận rủi ro. Họ rất phù hợp với công việc này vì đã có sẵn một hệ thống ngân hàng trong gia đình - Nathan ở London, Amschel ở Frankfurt, James (em út) ở Paris, Carl ở Amsterdam và Salomon thì di chuyển tới bất cứ nơi nào Nathan thấy cần. Phân tán ra ở khắp châu Âu, năm anh em nhà Rothschild có được vị trí độc nhất vô nhị để có thể khai thác những khác biệt về giá cả và tỷ giá giữa các thị trường - một quá trình được gọi là kinh doanh chênh lệch tỷ giá (arbitrage). Chẳng hạn, nếu giá vàng ở Paris cao hơn ở London, James ở Paris sẽ bán vàng để lấy hối phiếu, và sau đó lại gửi hối phiếu tới London, tại đây Nathan sẽ dùng chúng để mua lượng vàng lớn hơn. Việc những giao dịch mà họ thay mặt Herries thực hiện đủ lớn để ảnh hưởng tới sự chênh lệch giá cả càng làm cho việc kinh doanh của họ sinh lợi. Thêm vào đó, nhà Rothschild cũng lo một phần trong số những khoản trợ cấp lớn để chi trả cho các đồng minh của Anh ở lục địa. Tới tháng 6/1814, Herries ước tính rằng họ đã thanh toán cho các đồng minh số tiền 12,6 triệu franc. Thủ tướng Anh, Huân tước Liverpool nhận xét, "Ông Rothschild" đã trở thành "một người bạn rất hữu ích". Ông cũng nói với Ngoại trưởng, Huân tước Castlereagh, "Tôi không biết chúng ta sẽ làm gì nếu như không có ông ta..." Và tới lúc đó, những người anh em nhà Rothschild đã gọi Nathan là ông chủ của Sở Giao dịch Chứng khoán.

Sau khi thoái vị vào tháng 4/1814, Napoléon bị đày tới hòn đảo nhỏ Elba của Italia, tại đây ông ta tiếp tục trị vì như tại một đế quốc thu nhỏ. Hòn đảo này quá bé, không thể kìm hãm ông. Ngày 1/3/1815, trước nỗi kinh hoàng của các vua chúa và bộ trưởng tụ họp nhau nhằm duy trì trật tự châu Âu cũ tại Đại hội Vienna, Napoléon trở về nước Pháp với quyết tâm gây dựng lại đế chế của mình. Các cựu chiến binh trong *grande armée* (quân đội vĩ đại) tụ họp dưới cờ ông. Nathan Rothschild phản ứng trước "tin không dễ chịu" này bằng cách ngay lập tức quay trở lại mua vàng, mua tất tần tật những vàng thỏi và đồng vàng mà ông ta cùng các anh em trai ông có thể kiếm được, sẵn sàng vận chuyển cho Herries để đưa tới tay Wellington. Tổng cộng lại, nhà

Rothschild đã cung cấp lượng tiền vàng hơn 2 triệu bảng Anh - đủ để chứa đầy 884 hộp và 55 thùng tô nô. Đồng thời, Nathan cũng nhận trách nhiệm gửi một đợt trợ cấp mới cho các đồng minh của Anh trên lục địa, nâng tổng giá trị các giao dịch của ông với Herries trong năm 1815 lên gần 9,8 triệu bảng. Với tỷ lệ hoa hồng cho các hoạt động này ở mức từ 2 tới 6%, sự quay trở lại của Napoléon hứa hẹn biến anh em nhà Rothschild thành những người giàu có. Nhưng có một rủi ro mà Nathan đã đánh giá thấp. Khi vội vàng mua một lượng vàng lớn như thế, ông ta giả định rằng, giống như các cuộc chiến với Napoléon trước kia, cuộc chiến này sẽ kéo dài. Đây suýt nữa là một tính toán sai lầm trí mạng.

Giá trái phiếu hợp nhất vô thời hạn của Anh từ 1812 tới 1822



Wellington có câu nói nổi tiếng gọi trận Waterloo là "trận đánh cam go nhất bạn có thể thấy trên đời". Sau một ngày tấn công, phản công dữ dội và phòng ngự kiên cường, sự có mặt trễ tràng của quân đội Phổ đã có ý nghĩa quyết định. Với Wellington, đó là một chiến thắng vinh quang. Nhưng với nhà Rothschild thì không phải như vậy. Nathan Rothschild chắc hẳn hài lòng khi nhận được tin tức về thất bại của Napoléon sớm nhất, nhờ tốc độ những người đưa tin của ông ta, gần 48 giờ trước khi Thiếu tá Henry Percy truyền thông tin chính thức của Wellington tới Nội các. Nhưng dù tin đó đến sớm sủa, đó không phải là một tin tốt cho Nathan. Ông ta không ngờ trận đánh xảy ra có tính quyết định như thế. Giờ đây, ông ta và những người anh em của mình đang ngồi trên một đống tiền mà không ai cần đến - để trả cho một cuộc chiến đã kết thúc. Hòa bình được lập lại, những đội quân lớn chiến đấu chống Napoléon có thể được giải ngũ, và liên minh được giải thể. Điều đó có nghĩa là không còn phải trả lương cho binh lính và trợ cấp cho các đồng minh thời chiến của Anh. Giá vàng, từng tăng vọt trong thời chiến, chắc chắn sẽ giảm. Nathan đối mặt không phải với lợi nhuận kếch xù như truyền thuyết

về ông mà với những tổn thất nặng nề và ngày càng tăng.

Nhưng vẫn còn một lối thoát khả dĩ: nhà Rothschild có thể dùng số vàng của mình để làm một cú đặt cược khổng lồ và hết sức liều lĩnh vào thị trường trái phiếu. Ngày 20/7/1815, ấn bản buổi tối của tờ *Courier* London đưa tin Nathan đã "mua rất nhiều chứng khoán", ở đây là trái phiếu chính phủ Anh. Canh bạc của Nathan đặt vào cửa chiến thắng của Anh tại Waterloo và triển vọng các khoản vay của chính phủ giảm đi sẽ đẩy giá trái phiếu Anh vọt lên cao. Nathan mua nhiều, và khi giá trái phiếu hợp nhất vô thời hạn bắt đầu tăng, ông ta tiếp tục mua thêm. Bất chấp lời cầu khẩn của các em trai là hãy bán ra để thu lợi nhuận, Nathan giữ vững tinh thần thêm một năm nữa. Cuối cùng, vào cuối năm 1817, khi giá trái phiếu đã tăng hơn 40%, ông ta bán. Sau khi tính cả ảnh hưởng tới sức mua đồng bảng do lạm phát và tăng trưởng kinh tế, lợi nhuận thu được của ông ta vào khoảng 600 triệu bảng tính theo thời giá hiện nay. Đây là một trong những thương vụ táo bạo nhất trong lịch sử tài chính, trong đó thắng lợi tài chính được cứu khỏi nanh vuốt thảm bại quân sự của Napoléon. Những người đương thời đã chú ý tới mối tương đồng giữa người chiến thắng và kẻ chiến bại. Theo lời một trong các đối tác của nhà Baring, đối thủ lớn của nhà Rothschild, "Tôi phải thành thực thừa nhận là tôi không có can đảm để làm như ông ta. Các giao dịch của ông ta được lên kế hoạch cẩn thận, được thực hiện với sự khôn ngoan và khéo léo tuyệt vời. Ông ta lão luyện với tiền và vốn quỹ như Bonaparte lão luyện trong chiến tranh." [113] Đối với thư ký của Thủ tướng Áo, Hoàng tử Metternich, nhà Rothschild đơn giản là die *Finanzbonaparten* (các Bonaparte tài chính). [114] Những người khác còn đi xa hơn, dù không phải không có ý châm biếm. "Tiền là Thượng đế trong thời đại chúng ta," nhà thơ Đức Heinrich Heine tuyên bố vào tháng 3/1841, "và Rothschild là nhà tiên tri của Người." [115]

Ở mức độ đáng kinh ngạc ngay cả với ngày nay, nhà Rothschild tiếp tục thống trị nền tài chính thế giới trong vòng nửa thế kỷ sau trận Waterloo. Thành tựu này có vẻ phi thường đối với những người cùng thời đến độ họ thường phải tìm cách giải thích viện đến những lý do kỳ bí. Theo một nguồn từ thập niên 1830, nhà Rothschild có được gia sản của mình nhờ chiếm được một "lá bùa Hebrew" bí hiểm cho phép Nathan Rothschild, người sáng lập ra chi nhánh ở London, trở thành "chúa tể của các thị trường tiền tệ châu Âu". [116] Các câu chuyện tương tự cũng được kể lại trong Vùng Định cư, nơi những người Do Thái ở Nga bị buộc phải cư trú, cho tới tận những năm 1890. [117] Như chúng ta đã thấy, Quốc xã ưa lối giải thích rằng sự đi lên của nhà Rothschild là do thao túng tin tức trên thị trường chứng khoán và các hành động gian giảo khác. Những huyền thoại này thậm chí ngày nay vẫn tồn tại. Theo cuốn sách bán chạy *Chiến tranh tiền tệ* [118] của Song

Hongbing được xuất bản tại Trung Quốc năm 2007, nhà Rothschild hiện nay vẫn tiếp tục kiểm soát hệ thống tiền tệ toàn cầu bằng ảnh hưởng của mình tới Hệ thống Dự trữ Liên bang Mỹ.[119]

Thực tế thật ra buồn tẻ hơn: nhờ tận dụng được các thành công trong giai đoạn cuối của Chiến tranh Napoléon, nhà Rothschild đã tạo dựng được cho mình vai trò chủ chốt trên thị trường trái phiếu London có tính quốc tế hóa ngày càng cao. Họ đạt được điều này nhờ thiết lập được một cơ sở vốn và mạng lưới thông tin tốt hơn nhiều so với những đối thủ theo sát nhất như nhà Baring. Từ năm 1815 tới 1859, ước tính chi nhánh London của nhà Rothschild đã phát hành mười bốn loại trái phiếu chính phủ khác nhau với mệnh giá gần 43 triệu bảng, chiếm hơn nửa tổng số trái phiếu được phát hành bởi tất cả các nhà băng ở London. [120] Tuy trái phiếu chính phủ Anh là loại chứng khoán chủ chốt được họ bán cho các nhà đầu tư, song họ cũng bán cả trái phiếu của Pháp, Phổ, Nga, Áo, Napoli và Brazil. [121] Thêm vào đó, họ gần như đã độc quyền trong kinh doanh trái phiếu phát hành bởi chính phủ Bỉ sau năm 1830. Thông thường, nhà Rothschild sẽ mua thẳng từ các chính phủ một phần trái phiếu mới được phát hành, tính thêm khoản hoa hồng cho việc phát hành trái phiếu này tới hệ thống các nhà môi giới và đầu tư của họ ở khắp châu Âu, và chỉ hoàn tiền cho chính phủ đó khi đã nhận được tất cả các khoản tiền của người mua. Luôn luôn có một khoảng chênh lệch hào phóng giữa giá mà nhà Rothschild trả cho chính phủ vay tiền và giá mà họ đòi từ nhà đầu tư (chừa một khoảng giãn cách dành cho việc "giá lên" sau khi chào giá lần đầu ra công chúng). Tất nhiên, như chúng ta thấy, đã có những hoạt động cho vay quốc tế quy mô lớn từ trước đó, đáng chú ý là ở Genoa, Antwerp và Amsterdam. [122] Nhưng đặc điểm nổi bật của thị trường trái phiếu London sau năm 1815 là nhà Rothschild yêu cầu các trái phiếu phát hành mới của mỗi chính phủ được niêm yết theo đồng bảng Anh chứ không phải đồng tiền của nước đó, và việc trả lãi phải diễn ra ở London hay ở một thị trường nào đó mà nhà Rothschild có chi nhánh. Họ đã xác lập một tiêu chuẩn mới trong đợt chào giá đầu tiên trước công chúng (initial public offering - IPO) các trái phiếu 5% của Phổ. Các trái phiếu này - sau những cuộc đàm phán kéo dài và căng thẳng [123] - đã được phát hành không chỉ ở London mà còn ở cả Frankfurt, Berlin, Hamburg và Amsterdam. [124] Trong cuốn sách *Về sự buôn bán các trái phiếu nhà nước* (1825), chuyên gia pháp lý Đức Johann Heinrich Bender coi đây là một trong những sáng kiến tài chính quan trọng nhất của nhà Rothschild: "Bất kỳ người chủ trái phiếu chính phủ nào... cũng có thể thu được tiền lãi một cách thuận tiện ở vài địa điểm khác nhau mà không mất công sức gì.” [125] Nhưng chắc chắn phát hành trái phiếu không phải công việc kinh doanh duy nhất của nhà Rothschild: họ cũng tham gia buôn trái phiếu, buôn tiền tệ, kinh doanh vàng

và dịch vụ ngân hàng tư nhân, đồng thời cũng đầu tư vào các ngành bảo hiểm, khai mỏ và đường sắt. Dẫu vậy, thị trường trái phiếu vẫn là nơi tập trung nguồn lực chính của họ. Khác với các đối thủ cạnh tranh nhỏ hơn, nhà Rothschild tự hào trong việc chỉ kinh doanh những loại trái phiếu mà thời nay có thể gọi là trái phiếu xếp hạng đầu tư [126]. Không có trái phiếu nào họ phát hành trong thập niên 1820 bị vỡ nợ ở thời điểm năm 1829, cho dù có xảy ra một cuộc khủng hoảng nợ của Mỹ Latin vào giữa thập niên này (cuộc khủng hoảng đầu tiên trong rất nhiều cuộc khủng hoảng).

Cùng với thành công là sự giàu có hơn nữa. Khi Nathan chết vào năm 1836, tài sản cá nhân của ông ta tương đương với 0,62% thu nhập quốc dân của Anh. Từ năm 1818 tới 1852, tổng vốn của năm "nhà" Rothschild (ở Frankfurt, London, Naples, Paris và Vienna) tăng từ 1,8 triệu lên 9,5 triệu bảng. Ngay từ năm 1825, tổng vốn của năm nhà này đã cao hơn chín lần so với tài sản của anh em nhà Baring và Ngân hàng Pháp. Tới năm 1899, ở mức 41 triệu bảng, số tài sản này nhiều hơn vốn của năm ngân hàng cổ phần lớn nhất nước Đức cộng lại. Dần dần, hãng này trở thành nhà quản lý tài sản đa quốc gia cho tài sản của dòng họ chính những người quản lý nó. Với số người tăng lên sau mỗi thế hệ, sự thống nhất trong gia đình được duy trì bằng cách điều chỉnh định kỳ các hợp đồng giữa năm nhà và tăng cường việc kết hôn giữa các anh em họ hay giữa chú bác với cháu gái. Trong số hai mươi mốt cuộc hôn nhân của hậu duệ cha của Nathan, ông Mayer Amschel Rothschild, được cử hành chính thức từ năm 1824 tới 1877, thì có tới mười lăm là giữa các con cháu trực hệ của ông ta. Thêm vào đó, sự trung thành tập thể của gia tộc này đối với tín ngưỡng Do Thái, vào thời điểm nhiều gia đình Do Thái khác bỏ đạo hay kết hôn với người ngoại đạo, càng làm tăng ý thức của họ về bản sắc và mục đích chung là "một gia tộc vương giả [Do Thái] da trắng".

Ông già Mayer Amschel từng nhiều lần răn bảo năm người con trai của mình: "Nếu con không thể khiến người ta yêu mình, hãy khiến họ sợ." Trong lúc họ ngự trên thế giới tài chính giữa thế kỷ 19 như các chủ nhân của thị trường trái phiếu, nhà Rothschild quả thực đã khiến người ta sợ hơn là yêu. Những kẻ phản cách mạng phe hữu than phiền trước sự lên ngôi của một hình thức của cải mới, có khả năng sinh lợi và tính thanh khoản cao hơn những điền sản của tầng lớp quý tộc tinh hoa châu Âu. Như Heinrich Heine nhận thấy, hệ thống tài chính mà nhà Rothschild tạo ra có cái gì đó thực sự mang tính cách mạng:

Hệ thống chứng khoán bằng giấy giải phóng... con người, cho phép họ chọn nơi sinh sống họ muốn; họ có thể sống ở bất cứ nơi đâu mà không cần làm việc, nhờ lợi tức trên trái phiếu, thứ tài sản di động của họ, rồi họ tập hợp nhau và cấu thành thứ quyền lực thực sự trong những thủ đô của chúng ta. Và chúng ta vẫn biết từ lâu rằng điều gì sẽ xảy ra một khi các nguồn

năng lượng đa dạng đến vậy tồn tại bên cạnh nhau, một khi có sự tập trung hóa cao như vậy của trí thức và quyền uy xã hội.

Trong mắt Heine, Rothschild cũng tương tự như Richelieu và Robespierre, là một trong "ba cái tên gây kinh sợ báo trước sự hủy diệt từng bước giới quý tộc cũ". Richelieu hủy diệt quyền lực của nó; Robespierre chặt đầu những phần tử còn rơi rớt đã trở nên suy đồi; và giờ đây Rothschild trao cho châu Âu một giới tinh hoa xã hội mới bằng cách:

nâng hệ thống trái phiếu chính phủ lên quyền lực tối thượng... [và] trao cho tiền tệ những ưu thế trước kia thuộc về đất đai. Hiển nhiên là ông ta đã tạo ra một giới quý tộc mới, nhưng giới này dựa trên thứ ít đáng tin cậy nhất, đó là tiền... [một thứ mà] còn lưu động hơn nước và kém ổn định hơn không khí... [127]

Trong lúc đó, những người cực đoan bên cánh tả thì than vãn trước sự đi lên của một thứ quyền lực mới trong lãnh địa chính trị, nắm quyền phủ quyết đối với tài chính công và do đó, đối với hầu hết chính sách. Sau thành công trong việc phát hành trái phiếu của Rothschild cho Áo, Phổ và Nga, Nathan được vẽ biếm họa như người môi giới bảo hiểm cho "Liên minh Trống rỗng", giúp bảo vệ châu Âu khỏi những ngọn lửa của nền chính trị theo chủ nghĩa tự do. [128] Năm 1821, ông thậm chí còn bị đe dọa giết do "mối liên hệ của ông ta với các thế lực ngoại bang, và nhất là sự giúp đỡ đối với Áo, ủng hộ những mưu đồ của chính phủ này chống lại tự do của châu Âu". [129] Sử gia theo quan điểm tự do Jules Michelet ghi lại trong nhật ký của mình năm 1842: "Ông Rothschild biết rõ từng hoàng tử châu Âu, từng triều thần trong giới chứng khoán. Ông ta có tất cả tài khoản của họ trong đầu mình, tài khoản này của triều thần và tài khoản kia của vua chúa; và ông ta nói chuyện với họ thậm chí không cần mở sổ sách. Ông ta nói với một người như thế này: Tài khoản của ông sẽ bị hao hụt nếu ông bổ nhiệm một bộ trưởng như vậy." [130] Cũng dễ đoán là nguồn gốc Do Thái của nhà Rothschild tạo ra một động cơ mới cho những định kiến chống Do Thái vốn đã ăn sâu. Khi nhà Rothschild chỉ vừa xuất hiện ở Mỹ vào thập niên 1830 là thống đốc Mississippi đã lên án "Nam tước Rothschild" vì "có máu của Judas và Shylock chảy trong mạch máu, và... đã kết hợp được những phẩm chất của cả hai gã đồng hương này." Cuối thế kỷ 18, nhà văn dân túy Harvey "Đồng xu" mô tả ngân hàng Rothschild như một con bạch tuộc đen khổng lồ đang vươn những cái tua của mình ra khắp thế giới. [131]

Tuy nhiên chính đồn thổi về khả năng của nhà Rothschild có thể cho phép hay ngăn chặn chiến tranh xảy ra theo ý muốn lại là điều gây ra nhiều phẫn nộ nhất. Từ năm 1828, Hoàng thân Pückle-Muskau đã nhắc đến "Rothschild... người mà nếu không có ông ta thì không một thế lực nào ở châu Âu hiện nay có thể tiến hành chiến tranh". [132] Một nhà bình luận đầu

thế kỷ 20 [133] đặt ra câu hỏi một cách thẳng thừng:

Liệu có ai đó thực sự cho rằng bất cứ nhà nước châu Âu nào có thể gây ra một cuộc chiến lớn, hay bất cứ khoản nợ quốc gia nào có thể kiếm người mua nếu nhà Rothschild và những mối quan hệ của họ quyết định chống lại? [134]

Quả thực, người ta có thể cho rằng nhà Rothschild cần tới chiến tranh. Rốt cuộc thì chính chiến tranh đã tạo ra món của cải lớn nhất cho Nathan Rothschild. Không có chiến tranh, các nhà nước trong thế kỷ 19 sẽ không có mấy nhu cầu phát hành trái phiếu. Nhưng như chúng ta đã thấy, chiến tranh có xu hướng làm giảm giá các trái phiếu sẵn có do làm gia tăng rủi ro (như Venice trong thế kỷ 16) rằng một quốc gia vay nợ sẽ không đáp ứng được nghĩa vụ trả lãi của mình trong trường hợp thua trận và mất lãnh thổ. Tới giữa thế kỷ 19, nhà Rothschild từ các thương nhân đã thăng tiến thành các nhà quản lý quỹ, và họ cẩn thận chăm sóc danh mục khổng lồ các trái phiếu chính phủ của mình. Giờ đây, sau khi đã kiếm được tiền, họ có nguy cơ mất nhiều hơn là được nếu chiến tranh xảy ra. Cũng vì lý do này nên họ luôn tỏ ra thù địch với các nỗ lực nhằm thống nhất quốc gia ở cả Italia và Đức. Và cũng vì lý do này mà họ tỏ ra rất lo ngại trước triển vọng nước Mỹ rơi vào một cuộc chiến huynh đệ tương tàn. Nhà Rothschild đã quyết định kết quả những cuộc chiến tranh của Napoléon bằng cách đặt sức mạnh tài chính của mình bên bàn cân nước Anh. Giờ đây họ góp phần quyết định kết quả cuộc Nội chiến Mỹ - bằng cách ngồi yên ở ngoài rìa.

Đánh bại Dixie [135]

Tháng 5/1863, khi Nội chiến Mỹ diễn ra được hai năm, Thiếu tướng Ulysses S. Grant đã chiếm được Jackson, thủ phủ bang Mississippi, và đẩy quân đội Liên hiệp (miền Nam) dưới quyền chỉ huy của Trung tướng John C. Pemberton lùi về phía tây tới Vicksburg bên bờ sông Mississippi. Bị bao vây, trong khi các tàu chiến quân Liên bang (miền Bắc) bắn phá tất cả các vị trí từ phía sau, đội quân của Pemberton tuy đã đẩy lùi hai đợt tấn công của quân Liên bang nhưng cuối cùng phải đầu hàng do kiệt sức bởi cuộc bao vây nghiền nát. Ngày 4/7, đúng ngày Độc lập, Pemberton đầu hàng. Từ lúc này trở đi, sông Mississippi đã nằm chắc chắn trong tay miền Bắc. Miền Nam thực sự bị cắt thành hai nửa.

Việc Vicksburg thất thủ luôn được coi như một trong những bước ngoặt lớn của cuộc chiến. Thế nhưng, từ góc độ tài chính, đây không hẳn là một sự kiện quyết định. Sự kiện quan trọng đã diễn ra hơn một năm trước đó, ở hạ du cách Vicksburg 200 dặm, nơi dòng Mississippi đổ vào Vịnh Mexico.

Ngày 28/4/1862, Đô đốc (Flag Officer) [136] David Farragut đã chạy thoát khỏi tầm bắn của pháo đài Jackson và pháo đài St Philip để chiếm quyền kiểm soát New Orleans. Trận đánh diễn ra ít đổ máu và không kéo dài như cuộc vây xiết thành Vicksburg nhưng hậu quả gây ra cho phía miền Nam không kém phần nặng nề.

Tình hình tài chính của phe Liên hiệp là một trong những điều đáng tiếc lớn trong lịch sử Mỹ. [137] Phân tích rốt ráo, chúng ta thấy việc thiếu tiền mặt cũng có vai trò tương tự như việc thiếu năng lực sản xuất hay nguồn nhân lực trong việc làm suy giảm nỗ lực đáng kể xét trên khía cạnh quân sự của các bang miền Nam. Vào đầu cuộc chiến, do thiếu vắng hệ thống thuế khóa trung ương có sẵn, Bộ Tài chính của Liên hiệp non trẻ phải trả phí tổn cho quân đội bằng cách bán trái phiếu cho các công dân, dưới hình thức hai khoản nợ lớn trị giá 15 triệu đô la và 100 triệu đô la. Nhưng nguồn tiền có tính thanh khoản ở miền Nam lại hữu hạn, bởi vì ở đây chủ yếu là các nông trại tự cung tự cấp và những thị trấn tương đối nhỏ. Để tồn tại, như cáo buộc của một số người, Liên hiệp phải quay sang nhà Rothschild với hy vọng rằng triều đại tài chính vĩ đại nhất thế giới này có thể giúp họ đánh hạ miền Bắc như đã từng giúp Wellington đánh bại Napoléon tại Waterloo.

Đây không hẳn là một ý tưởng hoang đường. Tại New York, đại diện của Rothschild là August Belmont đã kinh hãi chứng kiến cảnh nước Mỹ rơi vào nội chiến. Là Chủ tịch Quốc gia của đảng Dân chủ, ông này từng là người đi đầu ủng hộ cho Stephen A. Douglas, đối thủ của Abraham Lincoln tại cuộc bầu cử tổng thống năm 1860. Belmont tiếp tục phê phán gay gắt cái mà ông ta gọi là "chính sách tịch thu và giải phóng cưỡng bức chết người" của Lincoln. [138] Salomon de Rothschild, con trai thứ ba của James, cũng thể hiện quan điểm nghiêng về miền Nam trong những bức thư của ông ta từ trước khi chiến tranh bắt đầu. [139] Một số nhà bình luận miền Bắc rút ra kết luận hiển nhiên là nhà Rothschild đang ủng hộ miền Nam. "Belmont, nhà Rothschild, và toàn thể dân Do Thái... đang mua trái phiếu Liên hiệp," tờ *Chicago Tribune* gầm lên năm 1864. Một người ủng hộ Lincoln buộc tội "người Do Thái, Jeff Davis [tổng thống phe Liên hiệp] và quỷ sứ" là bộ ba ma quỷ chống lại Liên bang. [140] Khi tới thăm London năm 1863, chính Belmont nói với Lionel de Rothschild rằng "miền Bắc chẳng mấy chốc sẽ bị chinh phục". (Và ngọn lửa nghi ngờ càng được khơi thêm khi người chịu trách nhiệm lôi kéo nước Anh về phe miền Nam, Ngoại trưởng Liên hiệp Judah Benjamin, là một người Do Thái.)

Nhưng trên thực tế, nhà Rothschild đã chọn cách không ủng hộ miền Nam. Tại sao? Có thể bởi vì họ thực sự không ưa chế độ nô lệ. Nhưng lý do quan trọng không kém là cảm giác rằng Liên hiệp không phải là một con nợ có rủi ro tín dụng thấp (trên hết, chính Tổng thống Liên hiệp Jefferson Davis

từng công khai ủng hộ xóa hết nợ chính phủ khi ông còn là thượng nghị sĩ Hoa Kỳ). Sự thiếu lòng tin này dường như cũng được chia sẻ rộng rãi ở châu Âu. Khi Liên hiệp cố gắng bán các trái phiếu thông thường trên thị trường châu Âu, các nhà đầu tư tỏ ra không hào hứng. Nhưng người miền Nam vẫn có một con bài khôn khéo giấu trong tay áo của họ. Con bài đó (giống như tay áo của họ) được làm bằng bông, chìa khóa cho nền kinh tế Liên hiệp và là sản phẩm xuất khẩu lớn nhất của miền Nam. Ý tưởng của họ là sử dụng bông của miền Nam không chỉ để thu lợi từ xuất khẩu mà còn làm bảo chứng cho một loại hình trái phiếu mới được bảo đảm bằng bông. Khi một hãng ít người biết đến của Pháp tên là Emile Erlanger & Co. bắt đầu thay mặt cho miền Nam phát hành trái phiếu bảo đảm bằng bông, tín hiệu phản hồi ở London và Amsterdam có phần tích cực hơn. Điều hấp dẫn nhất ở các trái phiếu này, niêm yết theo đồng bảng với phiếu lĩnh lãi 7% và thời gian đáo hạn 20 năm, là chúng có thể được chuyển thành bông với mức giá trước chiến tranh là sáu xu một pound (0,454 kg). Bất chấp những bất lợi trên chiến trường của miền Nam, các trái phiếu này vẫn duy trì được giá trị trong hầu hết thời gian chiến tranh bởi lý do đơn giản là giá của vật bảo đảm (bông) tăng lên do nhu cầu cao hơn trong chiến tranh. Trên thực tế, giá trái phiếu này thậm chí còn tăng gấp đôi trong thời gian từ tháng 12/1863 tới tháng 9/1864, bất chấp các thất bại của quân Liên hiệp ở Gettysburg và Vicksburg, do giá bông tăng vọt. [141] Hơn thế, miền Nam còn có lợi thế là có thể tăng giá trái phiếu lên nữa - bằng cách kiểm soát lượng bông được cung cấp.

Năm 1860, cảng Liverpool là cửa ngõ chính cung cấp bông nhập khẩu cho ngành công nghiệp dệt của Anh, lúc đó là ngành chính yếu trong nền kinh tế công nghiệp thời Victoria. Hơn 80% lượng nhập khẩu này đến từ miền Nam nước Mỹ. Các lãnh tụ quân Liên hiệp tin tưởng rằng điều này cho phép họ có lợi thế để kéo nước Anh tham chiến cùng phe với mình. Để gia tăng sức ép, họ quyết định áp dụng lệnh cấm vận đối với tất cả các mặt hàng bông xuất khẩu tới Liverpool. Ảnh hưởng thật kinh khủng. Giá bông tăng vọt từ 6 $^{1/4}$ shilling một pound lên 27 $^{1/4}$ shilling. Nhập khẩu từ miền Nam giảm từ 2,6 triệu kiện năm 1860 xuống còn 72.000 kiện năm 1862. Một nhà máy bông điển hình của Anh như nhà máy hiện được bảo tồn ở Styal, nam Manchester, mướn khoảng 400 công nhân, nhưng đó chỉ là một phần nhỏ của số lượng 300.000 người được Vua Bông (King Cotton) [142] mướn ở Lancashire. Không có bông, nên thực tế là không có gì cho những công nhân này làm việc. Đến cuối năm 1862, một nửa số nhân công này đã bị thải hồi và gần một phần tư toàn bộ dân cư Lancaster phải sống nhờ trợ cấp người nghèo. [143] Người ta gọi đó là nạn đói bông. Nhưng đây là nạn đói do con người làm ra. Và những người làm ra nạn đói này dường như cũng đạt được

mục tiêu của mình. Lệnh cấm vận không những gây ra thất nghiệp, đói kém và bạo loạn ở miền Bắc nước Anh; việc thiếu hụt còn đẩy giá bông lên cao và làm tăng giá trị các trái phiếu bảo đảm bằng bông của miền Nam, biến chúng thành các món đầu tư đặc biệt hấp dẫn với nhiều nhân vật quan trọng trong tầng lớp tinh hoa chính trị ở Anh. Thủ tướng tương lai của Anh là William Ewart Gladstone đã mua một số trái phiếu này và chủ bút tờ *The Times* John Delane cũng vậy. [144]



Trái phiếu bông của Liên hiệp cùng với các phiếu lĩnh lãi, mới có bốn phiếu đầu tiên bị xé

Nhưng khả năng thao túng thị trường trái phiếu của miền Nam phụ thuộc vào một điều kiện thiết yếu: đó là các nhà đầu tư phải có khả năng sở hữu bông đảm bảo cho trái phiếu trong tay trong trường hợp miền Nam không thực hiện được nghĩa vụ trả lãi. Thế chấp rốt cuộc cũng chỉ có giá trị nếu người chủ nợ có thể cầm nắm được. Đó là lý do tại sao sự thất thủ của New Orleans vào tháng 4/1862 lại là bước ngoặt thực sự trong Nội chiến Mỹ. Khi cảng chính của miền Nam nằm trong tay quân Liên bang, bất kỳ nhà đầu tư nào muốn nhận bỏng của miền Nam đều phải đi qua vòng phong tỏa đường biển của quân Liên bang không chỉ một mà là hai lần, khi vào và khi ra. Với sức mạnh hải quân của miền Bắc ngày càng được tăng cường trên sông Mississippi và các vùng xung quanh, đây không phải là một triển vọng hấp dẫn lắm.



Một tờ tiền "mặt xám" của phe Liên hiệp: đồng 5 đô la của bang Louisiana

Nếu miền Nam vẫn giữ được New Orleans cho tới sau vụ thu hoạch, khi bông đã lên tàu sang châu Âu, thì họ vẫn có thể bán được hơn 3 triệu bảng trái phiếu bông ở London. Khi đó thì có thể ngay cả nhà Rothschild vốn e ngại rủi ro cũng sẽ rời khỏi ngã ba đường tài chính mà họ đang đứng. Nhưng trên thực tế, nhà Rothschild cho rằng món nợ của công ty Erlanger này "quá mang tính đầu cơ và rất có thể sẽ hấp dẫn tất cả những nhà đầu cơ ngông cuồng nhất... chúng tôi không nghe nói tới người đáng kính nào có liên quan tới vụ này cả." [145] Phe Liên hiệp đã chơi quá tay. Họ đã tắt van bông nhưng sau đó mất khả năng mở van trở lại. Tới năm 1863, các nhà máy ở Lancashire đã tìm thấy những nguồn cung cấp bông mới ở Trung Quốc, Ấn Độ và Ai Cập. Và lúc này, các nhà đầu tư đã nhanh chóng mất lòng tin vào các trái phiếu do bông bảo đảm của miền Nam. Những hậu quả đối với nền kinh tế phe Liên hiệp quả là thảm họa.

Với việc thị trường trái phiếu trong nước cạn kiệt và chỉ có hai khoản vay không đáng kể từ nước ngoài, chính phủ Liên hiệp buộc phải in tiền giấy không được bảo đảm để trả cho chi phí chiến tranh và các chi phí khác, với tổng số tiền in ra trị giá 1,7 tỷ đô la. Đúng là cả hai phe trong nội chiến đều phải in tiền. Nhưng tới cuối chiến tranh, đồng đô la "mặt xanh" của phe Liên bang vẫn còn có giá tương đương 50 xu tiền vàng, trong khi đó đồng đô la "mặt xám" của phe Liên hiệp chỉ còn giá 1 xu, bất chấp nỗ lực cải cách tiền tệ vô vọng vào năm 1864. [146] Tình hình còn tồi tệ hơn nữa do các bang và các chính quyền thành phố ở miền Nam có thể tự in tiền giấy của riêng mình; và còn do tình trạng tiền giả tràn lan, bởi tiền giấy phe Liên hiệp được làm một cách thô sơ và dễ bị bắt chước. Và khi tiền ngày càng nhiều trong lúc hàng hóa ngày càng ít thì lạm phát sẽ bùng nổ. Giá cả ở miền Nam tăng khoảng 4.000% trong thời gian Nội chiến. [147] Trái lại, giá cả ở miền Bắc chỉ tăng có 60%. Thậm chí trước khi lực lượng quân sự chủ yếu của phe Liên hiệp tuyên bố đầu hàng vào tháng 4/1865 thì nền kinh tế miền Nam đã

sụp đổ, tình trạng siêu lạm phát như là tín hiệu báo trước sự thảm bại.

Nhà Rothschild đã đúng. Những người đầu tư vào trái phiếu Liên hiệp cuối cùng đều mất trắng do phe miền Bắc sau khi chiến thắng tuyên bố không trả nợ cho phe miền Nam. Cuối cùng, cách duy nhất để tài trợ cho chiến tranh của miền Nam là in tiền. Đây sẽ không phải là lần cuối cùng trong lịch sử một cố gắng thúc đẩy thị trường trái phiếu mang lại kết quả là lạm phát phi mã và thảm bại quân sự.

Cái chết êm dịu của Rentier

Số phận những người đánh mất cả tấm áo manh quần vì trái phiếu phe Liên hiệp không phải điều gì quá khác thường trong thế kỷ 19. Nhà nước Liên hiệp hoàn toàn không phải là chính quyền đầu tiên ở châu Mỹ đi đến việc khiến các chủ nợ thất vọng; nó chỉ đơn thuần là kẻ phá nợ nằm ở xa nhất về phương Bắc. Ở phía nam sông Rio Grande, những vụ vỡ nợ và phá giá tiền tệ gần như đã thành chuyện hằng ngày. Những gì Mỹ Latin trải qua trong thế kỷ 19 đã báo trước nhiều vấn đề gần như có mặt mọi nơi vào giữa thế kỷ 20. Một phần điều này xảy ra vì tầng lớp xã hội có khả năng đầu tư vào trái phiếu nhất - và do đó có lợi ích trong việc duy trì trả lãi đúng hạn bằng một đồng tiền ổn định - tại nơi này yếu hơn ở các nơi khác. Một phần khác là vì các nước cộng hòa Mỹ Latin nằm trong số những nước đầu tiên phát hiện ra rằng họ có thể vỡ nợ mà không chịu hậu quả nhiều lắm khi có một tỷ lệ đáng kể chủ nợ là người nước ngoài. Chẳng phải tình cờ mà cuộc khủng hoảng nợ lớn đầu tiên của Mỹ Latin xảy ra rất sớm, từ năm 1826 tới 1829, khi Peru, Colombia, Chile, Mexico, Guatemala và Argentina cùng không trả được nợ cho các khoản vay phát hành tại London chỉ vài năm trước đó. [148]

Trên nhiều khía cạnh, thị trường trái phiếu quả thực có thế lực. Tới cuối thế kỷ 19, nước nào không trả được nợ là phải chịu nguy cơ trừng phạt kinh tế, bị nước ngoài áp đặt quyền kiểm soát lên nền tài chính của mình, và thậm chí trong ít nhất năm trường hợp còn gặp phải can thiệp quân sự của nước ngoài. [149] Thật khó tin rằng Gladstone [150] lại ra lệnh xâm lược Ai Cập năm 1882 nếu như chính phủ Ai Cập không đe dọa phá vỡ cam kết với các chủ nợ trái phiếu châu Âu, trong đó có cả Gladstone. Đặt một "thị trường mới nổi" trong sự che chở của Đế chế Anh là cách chắc chắn nhất để loại bỏ rủi ro chính trị khỏi các mối bận tâm của nhà đầu tư. [151] Ngay cả những nước nằm ngoài Đế chế cũng có nguy cơ bị tàu chiến viếng thăm nếu các nước này không trả nợ, như trường hợp của Venezuela năm 1902, khi một đoàn tàu chiến do các nước Anh, Đức và Italia phối hợp đã phong tỏa tạm

thời các hải cảng của nước này. Nước Mỹ đặc biệt hào hứng (và có hiệu quả) trong việc bảo vệ quyền lợi của các chủ trái phiếu ở Trung Mỹ và vùng Caribê. [152]

Nhưng ở một khía cạnh cốt yếu, thị trường trái phiếu lại rất dễ đổ vỡ. Các nhà đầu tư ở khu City của London, thị trường tài chính quốc tế lớn nhất thế giới trong suốt thế kỷ 19, tuy giàu có nhưng không đông đảo. Vào đầu thế kỷ 19, số chủ trái phiếu ở Anh có lẽ chưa đến 250.000 người, chỉ khoảng 2% dân số. Thế nhưng tài sản của họ nhiều hơn hai lần tổng thu nhập quốc dân của toàn nước Anh; và thu nhập của họ chiếm khoảng 7% thu nhập quốc dân. Năm 1822, khoản thu nhập này - tiền lãi trên trái phiếu chính phủ - chiếm gần một nửa tổng chi tiêu công cộng, trong khi hơn hai phần ba nguồn thu từ thuế là từ thuế gián thu và do đó sẽ đánh vào tiêu dùng. Cho tới năm 1870, các tỷ lệ này vẫn ở mức một phần ba và hơn một nửa. Khó lòng có thể nghĩ ra được một hệ thống tài khóa nào có tính lũy thoái hơn thế, với các khoản thuế đánh vào nhu cầu thiết yếu của đa số người dân được sử dụng để trả lãi cho một thiểu số rất ít người. Không có gì ngạc nhiên khi những người theo phái Cấp tiến như William Cobbett đã từng phẫn nộ. "Nợ quốc gia, cùng tất cả những thuế khóa và cờ bạc thuộc về nó," Cobbett tuyên bố trong tác phẩm *Rural Rides* (Những chuyến đi nông thôn, 1830), "có xu hướng tự nhiên là *rút của cải từ đại đa số nhân dân... cho lợi ích của một thiểu số*." [153] Ông cảnh báo rằng nếu không có cải cách chính trị, đất nước sẽ nằm trong tay "một số người mà tiền vay từ họ được dùng để duy trì hệ thống kinh khủng này... những kẻ môi giới nợ, môi giới chứng khoán... bọn Do Thái và toàn bộ những kẻ nuốt tiền đóng thuế". [154]

Những lời đả kích này không mảy may làm suy yếu vị thế của giai cấp được gọi theo tiếng Pháp là *rentier* - những người hưởng lái từ các trái phiếu chính phủ như trái phiếu *rente* của Pháp. Trái lại, các thập niên sau năm 1830 là thời hoàng kim cho các *rentier* ở châu Âu. Những vụ vỡ nợ xảy ra ngày càng ít hơn. Tiền, nhờ chế độ bản vị vàng, trở nên ngày càng đáng tin cậy. [155] Chiến thắng này của các *rentier*, bất chấp quyền bầu cử ngày càng được mở rộng cho các tầng lớp dân cư, là rất đáng kể. Quả là sự phát triển của các ngân hàng tiết kiệm (thường có nghĩa vụ phải giữ trái phiếu chính phủ như là tài sản chủ yếu) khiến cho nhiều nhóm dân cư trong xã hội chịu ảnh hưởng gián tiếp từ thị trường trái phiếu, và do đó có ràng buộc với thị trường này. Nhưng về cơ bản, các *rentier* vẫn là tầng lớp tinh hoa những Rothschild, Baring và Gladstone - họ có mối liên hệ ràng buộc chặt chẽ với nhau về mặt xã hội, chính trị, nhưng trên hết là về mặt kinh tế. Sự thống trị của họ bị chấm dứt không phải nhờ sự đi lên của nền dân chủ hay chủ nghĩa xã hội, mà vì một thảm họa tài khóa và tiền tệ mà chính giới tinh hoa châu Âu phải chịu trách nhiệm. Thảm họa đó là Thế chiến thứ nhất.

"Lạm phát" - Milton Friedman đã đưa ra định nghĩa nổi tiếng - "luôn luôn là một hiện tượng tiền tệ ở bất cứ đâu, theo nghĩa nó không thể xảy ra mà không kèm theo việc gia tăng lượng tiền tệ nhanh chóng hơn sản lượng." Điều xảy ra tại tất cả các quốc gia tham chiến trong và sau Thế chiến thứ nhất đã minh họa điều này một cách rõ ràng. Nhìn chung có năm bước thiết yếu dẫn tới lạm phát cao ở những nơi này:

1. Chiến tranh không chỉ dẫn tới thiếu hụt hàng hóa mà còn dẫn tới
2. việc vay mượn ngắn hạn của chính phủ từ ngân hàng trung ương;
3. những khoản vay này trên thực tế biến nợ thành tiền mặt, do đó làm tăng cung tiền;
4. gây ra kỳ vọng của công chúng là lạm phát sẽ tăng và làm giảm nhu cầu nắm giữ tiền mặt;
5. và giá cả hàng hóa sẽ tăng. [156]

Tuy nhiên, lý thuyết tiền tệ thuần túy không thể giải thích tại sao tiến trình lạm phát lại xảy ra nhanh hơn nhiều hay nặng hơn nhiều ở nước này so với nước khác. Nó cũng không thể giải thích tại sao hậu quả của lạm phát lại rất khác nhau giữa các nước. Nếu cộng lại toàn bộ chi tiêu công của các cường quốc tham chiến chủ yếu trong giai đoạn từ năm 1914 tới 1918 thì Anh chi tiêu nhiều hơn Đức và Pháp tiêu nhiều hơn hẳn Nga. Tính theo đơn vị đô la, nợ công của Anh, Pháp và Mỹ tăng cao hơn nhiều so với Đức trong giai đoạn từ tháng 4/1914 tới 3/1918. [157] Đúng là số lượng tiền mặt lưu hành đã tăng nhanh hơn ở Đức trong giai đoạn 1913-1918 (1.040%) so với ở Anh (708%) hay Pháp (386%), nhưng ở Bulgaria, con số này là 1.116% và ở Romania là 961%. [158] So với năm 1913, giá bán sỉ vào năm 1918 đã tăng nhanh hơn ở Italia, Pháp và Anh so với ở Đức. Chỉ số giá sinh hoạt ở Berlin năm 1918 cao hơn 2,3 lần so với mức trước chiến tranh; ở London chỉ số này cũng không khác mấy (hơn 2,1 lần). [159] Vậy thì tại sao chỉ có nước Đức lại rơi vào tình trạng siêu lạm phát sau Thế chiến thứ nhất? Tại sao đồng mác bị suy giảm tới mức trở thành vô giá trị? Câu trả lời nằm ở vai trò của thị trường trái phiếu trong nền tài chính trong và sau chiến tranh.

Trong chiến tranh, tất cả các nước tham chiến đều phát hành trái phiếu chiến tranh, thuyết phục hàng ngàn người tiết kiệm nhỏ lẻ vốn chưa bao giờ mua trái phiếu chính phủ rằng đây là nghĩa vụ yêu nước của họ. Nhưng không giống như Anh, Pháp, Italia và Nga, nước Đức không có khả năng tiếp cận thị trường trái phiếu quốc tế trong thời gian chiến tranh (nước này ban đầu đã từ chối thị trường New York và về sau thì bị thị trường này đóng cửa với mình). Trong khi những cường quốc phe Đồng minh (Entente) có thể bán trái phiếu ở Mỹ và khắp Đế chế Anh dồi dào nguồn vốn, thì các nước Liên minh Trung tâm (Đức, Áo-Hung và Thổ Nhĩ Kỳ) chỉ có thể dựa vào chính mình. Berlin và Vienna tuy cũng là các trung tâm tài chính quan trọng

nhưng không có được bề dày như London, Paris và New York. Kết quả là việc bán trái phiếu chiến tranh ngày càng trở nên khó khăn hơn với Đức và các đồng minh của họ khi nhu cầu của các nhà đầu tư trong nước trở nên bão hòa. Chính quyền Đức và Áo phải quay sang ngân hàng trung ương để tìm tài trợ cho các khoản vay ngắn hạn sớm hơn, và với quy mô lớn hơn so với ở Anh. Sự gia tăng số lượng tín phiếu kho bạc do ngân hàng trung ương nắm giữ là tín hiệu báo trước lạm phát, bởi lẽ, khác với việc bán trái phiếu ra công chúng, việc hoán đổi các hối phiếu này lấy tiền mặt sẽ làm tăng cung tiền. Cho tới cuối chiến tranh, khoảng một phần ba các khoản nợ của Đức là các khoản nợ "thả nổi" hay không được tài trợ, và một trạng thái tiền tệ treo (monetary overhang) [160] đáng kể đã được tạo ra, mà chỉ có các biện pháp kiểm soát giá cả thời chiến mới ngăn nổi nó trở thành lạm phát cao hơn.

Bản thân thất bại cũng là cái giá đắt. Tất cả các bên đều đảm bảo với người nộp thuế và chủ trái phiếu là kẻ thù sẽ phải chi trả cho chiến tranh. Giờ đây gánh nặng chi trả thuộc về Berlin. Một cách hiểu siêu lạm phát sau chiến tranh là xem nó như một hình thức phá sản của quốc gia. Những người mua trái phiếu chiến tranh đã đầu tư vào lời hứa hẹn chiến thắng; thất bại và cách mạng tương ứng với tình trạng vỡ nợ của quốc gia, và hậu quả chính của tình trạng này nhất định sẽ rơi vào những chủ nợ của Đế chế Đức. Ngoài thất bại thì những sự kiện cách mạng xảy ra từ tháng 11/1918 tới 1/1919 cũng ít có tác dụng trấn an các nhà đầu tư. Và cả hội nghị hòa bình tại Versailles ấn định nghĩa vụ bồi thường chiến tranh không được xác định rõ ràng cho Cộng hòa Weimar non trẻ cũng không thể làm các nhà đầu tư yên lòng. Cho tới lúc tổng số tiền bồi thường cuối cùng được xác định vào năm 1921, người Đức nhận ra mình vướng phải một khoản nợ nước ngoài mới khổng lồ, với giá trị danh nghĩa 132 tỷ "mác vàng" (đồng mác trước chiến tranh), tương đương với hơn ba lần thu nhập quốc dân. Dù không phải tất cả khoản nợ này đều đẻ ra lãi suất ngay lập tức nhưng tiền bồi thường chiến phí đã chiếm tới hơn một phần ba tổng chi tiêu của Đức trong hai năm 1921 và 1922. Không có nhà đầu tư nào xem xét tình hình nước Đức vào mùa hè năm 1921 lại có thể thấy lạc quan, và những dòng vốn nước ngoài đổ vào nước này sau chiến tranh chỉ là những dòng tiền đầu cơ hay tiền "nóng", chúng sẽ nhanh chóng rời khỏi Đức khi tình hình trở nên khó khăn.

Nhưng sẽ là sai lầm nếu coi siêu lạm phát năm 1923 chỉ đơn thuần là hậu quả của Hiệp ước Versailles. Tất nhiên là người Đức muốn coi như thế. Họ khẳng định trong suốt giai đoạn sau chiến tranh, rằng chính gánh nặng bồi thường chiến phí đã làm thâm hụt cán cân vãng lai ở mức không thể duy trì; rằng không còn có cách nào khác ngoài tiếp tục in thêm tiền mác giấy để tài trợ thâm hụt; rằng lạm phát là hậu quả trực tiếp của việc đồng mác bị giảm giá. Tất cả các lý do này là nhằm che lấp căn nguyên chính trị nội bộ của cuộc khủng hoảng tiền tệ. Hệ thống thuế của Cộng hòa Weimar yếu một

phần vì chế độ mới không được sự thừa nhận của tầng lớp giàu có và họ từ chối trả thuế. Trong khi đó, tiền bạc của nhà nước lại được tiêu xài hoang phí, nhất là các khoản thanh toán tiền lương hào phóng cho các công đoàn của khu vực nhà nước. Sự kết hợp giữa thuế khóa không đầy đủ và chi tiêu quá mức đã tạo ra những khoản thâm hụt khổng lồ trong các năm 1919 và 1920 (cao hơn sản phẩm quốc dân ròng 10%), thậm chí trước cả khi những người chiến thắng đưa ra hóa đơn đòi bồi hoàn chiến phí. Thâm hụt năm 1923 khi nước Đức hoãn bồi thường chiến phí còn cao hơn thế. Hơn nữa, những người chịu trách nhiệm về chính sách kinh tế ở Weimar đầu thập niên 1920 cảm thấy không có động cơ ổn định chính sách tài khóa và tiền tệ của Đức, ngay cả khi một cơ hội thực sự đến vào giữa thập niên 1920. [161] Giới tinh hoa tài chính Đức tính toán rằng việc phá giá đồng tiền sẽ buộc các nước phe Đồng minh phải chỉnh sửa lại các điều khoản bồi thường chiến tranh, bởi vì việc phá giá khiến cho hàng xuất khẩu của Đức rẻ hơn tương đối so với sản phẩm trong nước của Mỹ, Anh và Pháp. Đúng là việc đồng mác xuống giá đã thúc đẩy xuất khẩu của nước Đức. Nhưng điều người Đức bỏ qua là sự tăng trưởng kinh tế do lạm phát mang lại vào giai đoạn 1920-1922, thời điểm kinh tế Mỹ và Anh đang ở dưới đáy của một cuộc suy thoái sau chiến tranh, làm cho mức tăng nhập khẩu còn lớn hơn thế, và do đó loại trừ đi áp lực kinh tế mà họ mong muốn tạo ra. Tận gốc rễ của tình trạng siêu lạm phát ở Đức là một tính toán sai lầm. Khi người Pháp nhận ra sự thiếu thành thực trong những hứa hẹn chính thức của Đức về các khoản bồi thường, họ rút ra kết luận là phải thu nợ bằng vũ lực và tiến hành xâm lược vùng sản xuất công nghiệp Ruhr. Người Đức phản ứng bằng cách công bố bãi công toàn diện ("phản kháng thụ động") và tài trợ cho hoạt động này bằng cách in thêm tiền giấy. Lúc bấy giờ tàn cục mang tên siêu lạm phát đã tới.

Lạm phát là một hiện tượng tiền tệ, như Milton Friedman đã nói. Nhưng siêu lạm phát thì luôn luôn là một hiện tượng *chính trị* ở bất cứ đâu, theo nghĩa nó không thể xảy ra nếu không có sự lệch lạc cơ bản trong nền kinh tế chính trị của một quốc gia. Chắc chắn có những cách thức ít mang tính thảm họa hơn nhằm giải quyết những đòi hỏi mâu thuẫn nhau của các chủ nợ trong và ngoài nước đối với nền thu nhập quốc dân bị giảm sút của nước Đức sau chiến tranh. Nhưng sự kết giữa bế tắc bên trong và phản kháng với bên ngoài - sâu xa là bởi nhiều người Đức từ chối chấp nhận rằng đế chế của họ đã bị đánh bại một cách công bằng - dẫn tới những hậu quả tồi tệ nhất có thể: sự sụp đổ hoàn toàn của đồng tiền và nền kinh tế. Tới cuối năm 1923 đã có khoảng $4,97.10^{20}$ mác được lưu hành. Đồng bạc hai mươi tỷ mác được sử dụng hằng ngày. Tỷ lệ lạm phát hằng năm lên tới đỉnh là 182 tỷ phần trăm. Giá cả bình quân cao hơn 1,26 nghìn tỷ lần so với năm 1913. Thực tế là cũng có những lợi ích ngắn hạn. Bằng cách không khuyến khích tiết kiệm mà

khuyến khích tiêu dùng, lạm phát gia tăng đã kích thích sản lượng và việc làm cho tới quý cuối cùng của năm 1922. Đồng mác bị mất giá đúng là đã thúc đẩy lượng xuất khẩu của Đức. Tuy nhiên sự sụp đổ năm 1923 gây ra hậu quả còn nặng nề hơn do thời gian trì hoãn. Sản xuất công nghiệp sụt giảm xuống bằng một nửa mức năm 1913. Tại thời điểm cao nhất, thất nghiệp tăng lên tới một phần tư số thành viên công đoàn, và một phần tư khác làm việc với thời gian ngắn. Tồi tệ hơn cả là những chấn thương về mặt xã hội và tâm lý do khủng hoảng gây ra. "Lạm phát là hiện tượng đám đông theo nghĩa chặt chẽ nhất và cụ thể nhất của từ này," Elias Canetti sau này viết về những gì ông trải qua thời trẻ tại thành phố Frankfurt, nơi lạm phát leo thang. "[Đó là] một ngày hội phá giá của bọn phù thủy khi con người và đơn vị tiền tệ của họ ảnh hưởng lẫn nhau mạnh mẽ nhất. Cái này đại diện cho cái kia, con người cảm thấy mình cũng 'tồi tệ' như tiền của họ; và điều này càng ngày càng tệ hơn. Cả hai bên đều phụ thuộc vào nhau và đều cảm thấy vô giá trị như nhau." [162]



Vô giá trị là sản phẩm chủ yếu của siêu lạm phát. Không chỉ tiền trở nên vô giá trị mà tất cả các hình thức của cải và thu nhập cố định dựa theo đồng tiền ấy đều trở nên như vậy. Cả trái phiếu cũng vậy. Siêu lạm phát không thể xóa sổ nợ nước ngoài của Đức, được cố định theo đồng tiền trước chiến tranh. Nhưng nó có thể và trên thực tế đã xóa hết tất cả khoản nợ trong nước được tích lũy trong và sau chiến tranh, san phẳng núi nợ như một cơn địa chấn kinh tế khủng khiếp. Tác động của nó tương tự như thuế: một khoản thuế không chỉ đánh vào các chủ trái phiếu mà tất cả những ai sống dựa vào thu nhập tiền mặt cố định. Tác động này có sức san bằng to lớn, bởi vì nó ảnh hưởng chủ yếu tới tầng lớp trung lưu bậc trên: những *rentier*, các viên chức cấp cao, những nhà chuyên môn. Chỉ có các doanh nhân là có thể tự bảo vệ mình bằng cách đẩy giá tăng, tích trữ đô la, đầu tư vào các "bất động sản" (như nhà cửa hay nhà máy) và trả nợ bằng tiền giấy bị phá giá. Di sản kinh tế lâu dài của siêu lạm phát rất tồi tệ: đó là các ngân hàng bị yếu đi và

lãi suất cao kinh niên, bởi lẽ phải gộp vào đó một tỷ lệ đáng kể bù đắp cho rủi ro lạm phát. Nhưng chính những hậu quả xã hội và chính trị của siêu lạm phát ở Đức mới thực sự đáng buồn. Nhà kinh tế học người Anh John Maynard Keynes từng lý luận vào năm 1923 rằng "cái chết êm dịu của giới *rentier*" do lạm phát gây nên vẫn là kết quả đáng mong muốn hơn so với tình trạng thất nghiệp lan tràn do giảm phát - "bởi vì trong một thế giới nghèo đói, gây ra thất nghiệp còn tệ hơn làm giới *rentier* thất vọng". [163] Tuy nhiên bốn năm trước đó, chính ông đã mô tả sinh động những hậu quả tiêu cực của lạm phát:

Bằng cách tiếp tục quá trình lạm phát, các chính phủ có thể tịch thu, một cách bí mật và khó quan sát, một phần quan trọng tài sản của các công dân. Bằng cách đó, họ không chỉ tịch thu mà còn tịch thu một cách tùy ý; và trong khi quá trình này khiến nhiều người trở nên nghèo đói thì nó lại làm giàu cho một số người. Quá trình tái phân phối của cải tùy ý này không chỉ đánh vào sự an toàn mà còn vào lòng tin ở tính công bằng trong việc phân phối của cải hiện tại. Những người mà hệ thống mang lại lợi ích... trở thành "những người trục lợi", đối tượng thù ghét của giai cấp tư sản, vốn đã bị lạm phát làm bần cùng không kém giai cấp vô sản. Khi lạm phát vẫn tiếp tục... tất cả các mối quan hệ lâu dài giữa chủ nợ và con nợ, vốn là nền tảng cao nhất của chủ nghĩa tư bản, trở nên hoàn toàn mất trật tự tới mức gần như là vô nghĩa... [164]

Theo Keynes, chính Lenin đã nhìn ra rằng, "Để lật đổ nền tảng có sẵn của xã hội, không có biện pháp nào tinh tế hơn, chắc chắn hơn là phá giá đồng tiền." Không có ghi chép nào để lại cho thấy Lenin đã nói như vậy, nhưng người đồng chí của ông là Yevgeni Preobrazhensky [165] quả thật đã mô tả việc in tiền giấy là "khẩu súng máy của Bộ trưởng Tài chính nã đạn vào hậu phương của hệ thống tư bản". [166]

Ví dụ về nước Nga nhắc nhở rằng Đức không phải là nước thất trận duy nhất phải hứng chịu siêu lạm phát sau Thế chiến thứ nhất. Cũng như các nước Hungary và Ba Lan mới được độc lập, nước Áo cũng phải hứng chịu các cuộc sụp đổ tiền tệ tồi tệ không kém trong khoảng thời gian từ năm 1917 tới 1924. Trong trường hợp của Nga, siêu lạm phát xảy ra sau khi những người Bolshevik từ chối thẳng thừng việc trả nợ đối với toàn bộ nợ của chính quyền Sa hoàng. Những người giữ trái phiếu cũng gánh chịu số phận tương tự sau Thế chiến thứ hai, khi Đức, Hungary và Hy Lạp chứng kiến đồng tiền và các thị trường trái phiếu của mình sụp đổ. [167]

Nếu siêu lạm phát chỉ gắn liền với các phí tổn từ thất bại trong các cuộc chiến tranh thế giới thì hiểu được nó cũng tương đối dễ dàng. Nhưng nó còn hóc búa hơn thế. Trong thời gian gần đây, một số quốc gia đã vỡ nợ - hoặc trực tiếp bằng cách hoãn trả tiền lãi, hoặc gián tiếp bằng cách phá giá đồng

tiền làm căn cứ xác định nợ - trước những thảm họa ít nghiêm trọng hơn nhiều. Tại sao bóng ma của siêu lạm phát lại không biến mất cùng với bóng ma của xung đột toàn cầu?

Ông chủ PIMCO Bill Gross bắt đầu sự nghiệp kiếm tiền bằng cách chơi bài blackjack ở Las Vegas. Trong mắt ông ta, mỗi khi nhà đầu tư mua trái phiếu đều có yếu tố may rủi ở trong đó. Một phần của canh bạc là làm sao để sự gia tăng lạm phát sẽ không ăn trọn giá trị các khoản trả lãi của trái phiếu. Như Gross giải thích, "Nếu lạm phát tăng 10% và giá trị của lãi suất cố định chỉ là 5%, điều này có nghĩa là chủ trái phiếu sẽ tụt lại đằng sau lạm phát 5%." Như chúng ta đã thấy, rủi ro từ lạm phát tăng là sự xói mòn sức mua của cả khoản tiền được đầu tư và khoản lãi được trả. Đó là lý do tại sao, ngay khi có tín hiệu gia tăng lạm phát, giá trái phiếu sẽ có xu hướng giảm. Thậm chí cho tới thập kỷ 1970, khi lạm phát tăng cao trên toàn thế giới, so với thị trường trái phiếu thì sòng bạc Nevada còn là địa điểm tương đối an toàn để đầu tư tiền. Gross còn nhớ đinh ninh thời kỳ lạm phát của Mỹ lên tới hai chữ số, với mức cao nhất đạt gần 15% vào tháng 4/1980. Thèo lời ông, "tình trạng đó rất bất lợi cho trái phiếu và nó tạo nên... một thị trường trái phiếu đầu cơ giá xuống tồi tệ nhất có lẽ không chỉ trong thế hệ hiện còn sống mà là trong cả lịch sử." Nói một cách chính xác, lợi tức thực hằng năm của trái phiếu chính phủ Mỹ trong thập niên 1970 bằng -3%, tồi tệ gần tương đương những năm lạm phát trong các cuộc chiến tranh thế giới. Ngày nay, chỉ có một số ít nước có tỷ lệ lạm phát trên 10% và chỉ có một nước, Zimbabwe, gặp phải siêu lạm phát. [168] Nhưng tới năm 1979, có ít nhất bảy nước có tỷ lệ lạm phát hằng năm trên 50% và hơn sáu mươi nước, gồm cả Anh và Mỹ, có lạm phát hai chữ số. Trong số các nước bị ảnh hưởng tồi tệ nhất, không nước nào phải gánh chịu những thiệt hại lâu dài nặng nề hơn Argentina.

Đã có thời, nhắc tới Argentina là người ta nghĩ tới sự thịnh vượng. Tên của đất nước này có nghĩa là mảnh đất của bạc. Dòng sông đi qua thủ đô Buenos Aires có tên là Rio de la Plata, có nghĩa là Sông Bạc. Cái tên này không phải nhắc tới màu của sông - màu nâu bùn - mà là tới những mỏ bạc nghe đồn nằm ở thượng nguồn. Vào năm 1913, theo các ước tính gần đây, Argentina là một trong mười nước giàu có nhất thế giới. Ngoài thế giới nói tiếng Anh thì tổng sản phẩm quốc dân trên đầu người ở nước này chỉ kém Thụy Sĩ, Bỉ, Hà Lan và Đan Mạch. Trong giai đoạn từ năm 1870 tới 1913, nền kinh tế Argentina tăng trưởng nhanh hơn cả Mỹ và Đức. Lượng vốn nước ngoài đầu tư ở đây gần bằng Canada. Không phải tình cờ mà thời đó chỉ có hai cửa hiệu Harrods trên thế giới: một ở Knightsbridge, London và một ở Avenida Florida, chính giữa trung tâm Buenos Aires. Argentina hoàn toàn có thể trở thành nước Anh, nếu như không phải là nước Mỹ của nam bán cầu. Tháng 2/1946, khi tổng thống tân cử là Tướng Juan Domingo Perón viếng thăm ngân hàng trung ương ở Buenos Aires, ông kinh ngạc trước

những gì nhìn thấy. "Có quá nhiều vàng," ông lấy làm lạ, "khiến bạn khó lòng bước ung dung qua các hành lang."

Lịch sử kinh tế của Argentina trong thế kỷ 20 là một bài học cho thấy cả các nguồn lực khổng lồ trên thế giới cũng có thể trở về con số không do cách quản trị tài chính sai lầm. Nhất là sau Thế chiến thứ hai, đất nước này luôn hoạt động kém hiệu quả hơn so với các nước láng giềng cũng như hầu hết phần còn lại của thế giới. Lấy ví dụ, sự vận hành kém cỏi của nước này trong hai thập niên 1960 và 1970 khiến cho GDP trên đầu người vào năm 1988 cũng chỉ tương đương năm 1959. Năm 1998, GDP trên đầu người của nước này giảm xuống chỉ bằng 34% mức của Mỹ, trong khi nó từng bằng 72% vào năm 1913. Argentina đã bị nhiều nước vượt qua, trong số đó có Singapore, Nhật Bản, Đài Loan và Hàn Quốc, mà đau đớn và khó quên hơn cả, là nước láng giềng Chile. Chuyện gì đã xảy ra? Một câu trả lời khả dĩ là lạm phát lên tới hai chữ số trong giai đoạn từ năm 1945 tới 1952, từ 1956 tới 1968 và từ 1970 tới 1974; và lên tới ba chữ số (hay bốn chữ số) trong giai đoạn từ 1975 tới 1990, trong đó đạt mức cao nhất 5.000% vào năm 1989. Một câu trả lời khác là vỡ nợ Argentina đã không chi trả nổi cho chủ nợ nước ngoài vào các năm 1982, 1989, 2002 và 2004. Nhưng tất cả những câu trả lời này đều không đầy đủ. Argentina từng chịu đựng lạm phát hai chữ số ít nhất trong tám năm giai đoạn từ 1870 tới 1914. Nước này cũng vỡ nợ ít nhất hai lần trong cùng giai đoạn ấy. Để hiểu được sự đi xuống về kinh tế của Argentina, cần phải thấy rõ một lần nữa rằng lạm phát còn là một hiện tượng chính trị chứ không chỉ là một hiện tượng tiền tệ.

Một tập đoàn đầu sỏ các chủ đất đã tìm cách đặt nền kinh tế đất nước trên cơ sở hàng xuất khẩu nông sản sang thế giới nói tiếng Anh. Mô hình này đã hoàn toàn thất bại trong thời Đại Suy thoái. Hiện tượng di cư quy mô lớn, không đi kèm với việc giải phóng đất nông nghiệp để chuyển thành đất ở (như ở Bắc Mỹ), đã tạo ra một tầng lớp lao động đô thị quá đông đúc và dễ dàng bị mời mọc bởi những lời động viên mang tính dân túy. Sự can thiệp thường xuyên của quân đội vào chính trị, bắt đầu từ cuộc đảo chính đưa José F. Uriburu lên nắm quyền năm 1930, đã tạo đường cho nền chính trị cận phát xít dưới thời Perón, người dường như hứa hẹn điều tốt đẹp cho tất cả mọi người: tiền lương cùng điều kiện làm việc tốt hơn cho công nhân và thuế quan có tính bảo hộ cho các nhà công nghiệp. Giải pháp thay thế Perón chống giới lao động, được toan tính vào năm 1955 (khi Perón bị lật đổ) và năm 1966, thì lại phụ thuộc vào việc phá giá tiền tệ nhằm dung hòa lợi ích của nông nghiệp và công nghệ. Cuộc đảo chính quân sự năm 1966 hứa hẹn hiện đại hóa công nghiệp nhưng rốt cuộc chỉ mang lại sự phá giá tiền tệ và lạm phát cao hơn. Sự trở lại của Perón năm 1973 là một thảm bại, nhất là khi nó lại trùng thời điểm lạm phát bắt đầu tăng cao trên toàn cầu. Lạm phát hằng năm tăng vọt lên 444%. Rồi một cuộc đảo chính quân sự khác lại đẩy

Argentina trở lại cảnh bạo lực khi chính phủ quân sự *Proceso de Reorganizatión National* (Tiến trình Tái tổ chức Quốc gia) kết án hàng nghìn người phải chịu giam cầm vô cớ hay "biến mất". Về mặt kinh tế, tập đoàn quân sự này không đạt được điều gì hơn là khiến Argentina chìm sâu thêm vào gánh nặng nợ nước ngoài đang tăng nhanh, và cho tới năm 1984 số nợ đã vượt quá 60% GDP (dù mức này chỉ chưa bằng một nửa mức nợ cao nhất đạt được đầu thế kỷ 20). Như vẫn thường xảy ra trong các cuộc khủng hoảng lạm phát, chiến tranh cũng góp mặt: cả cuộc chiến chống các phần tử mưu toan lật đổ trong nước lẫn cuộc chiến chống lại nước Anh để giành quyền kiểm soát quần đảo Falkland bên ngoài. Nhưng sẽ sai lầm nếu coi đây chỉ là một ví dụ nữa về một chính thể bại trận thanh toán các khoản nợ của mình thông qua lạm phát. Điều khiến cho lạm phát của Argentina trở nên không kiểm soát được không phải là chiến tranh mà là sự hội tụ của các lực lượng xã hội: nhóm đầu sỏ cầm quyền, các *caudillo* (chủ đất), các nhóm lợi ích của nhà sản xuất và các công đoàn - và cũng không nên quên tầng lớp cùng khổ hay *descamizado* (nghĩa đen là những người không có áo). Nói đơn giản, không có một nhóm xã hội quan trọng nào muốn giá cả ổn định. Những người chủ sở hữu tư bản bị hấp dẫn bởi nhập siêu và phá giá; những người bán sức lao động đã quen với vòng quay luẩn quẩn của giá và lương. [169] Sự dịch chuyển dần dần việc tài trợ thâm hụt của chính phủ từ nguồn trong nước sang vay mượn nước ngoài cũng có nghĩa là việc nắm giữ trái phiếu được chuyển ra ngoài nước. [170] Cần phải hiểu rằng các kế hoạch liên tiếp nhằm ổn định tiền tệ của Argentina đều thất bại trong bối cảnh này.

Trong truyện ngắn "Công viên những lối đi rẽ nhánh", nhà văn vĩ đại nhất người Argentina, Jorge Luis Borges, tưởng tượng về tác phẩm của một nhà hiền triết Trung Hoa tên là Ts'ui Pên:

Trong tất cả tác phẩm hư cấu, mỗi khi một người phải đối mặt với vài lựa chọn, anh ta sẽ chọn một và loại trừ các lựa chọn khác; trong tiểu thuyết của Ts'ui Pên, anh ta chọn - một cách đồng thời - tất cả các lựa chọn khác nhau. Anh ta tạo ra, *theo một cách nào đó, những tương lai khác nhau, những khoảng thời gian khác nhau đến lượt chúng lại tiếp tục sinh sôi nảy nở, rẽ nhánh... Trong tác phẩm của Ts'ui Pên, tất cả các kết quả khả dĩ đều xảy ra; mỗi một kết quả lại là điểm khởi đầu cho các nhánh rẽ khác nhau... [Ts'ui Pên] không tin vào thời gian đồng dạng, tuyệt đối. Ông tin vào một chuỗi thời gian vô tận, một mạng lưới sinh sôi, cuộn xoáy các thời gian rẽ nhánh, hội tụ và song song với nhau* . [171]

Đây không phải một ẩn dụ tồi cho lịch sử tài chính của Argentina trong ba mươi năm qua. Trong khi Bernardo Grinspun tìm cách điều chỉnh kỳ hạn các khoản nợ và quản lý mức cầu theo kiểu Keynes, thì Juan Sourrouille cố gắng thực hiện cải cách tiền tệ (Kế hoạch Austral) cùng với kiểm soát tiền lương

và giá cả. Cả hai đều không thể dẫn dắt các nhóm lợi ích quan trọng đi theo con đường rẽ nhánh của mình. Chi tiêu công tiếp tục cao hơn khoản thu về thuế; các luận điểm đòi chấm dứt sớm việc kiểm soát lương và giá thắng thế; lạm phát trở lại chỉ sau một giai đoạn bình ổn ngắn ngủi nhất có thể. Những lối rẽ khác nhau cuối cùng đã hội tụ trở lại đầy tai hại vào năm 1989, *annus mirabilis* [172] ở Đông Âu và *annus horibilis* [173] ở Argentina.

Tháng 2/1989, Argentina chịu đựng một trong những mùa hè nóng nhất họ từng biết đến. Hệ thống điện ở Buenos Aires phải vất vả chống cự. Người dân phải làm quen với những cú cắt điện kéo dài năm tiếng. Các ngân hàng và phòng trao đổi ngoại tệ được lệnh đóng cửa trong khi chính phủ gắng sức ngăn tỷ giá hối đoái khỏi sụt giảm. Chính phủ đã thất bại: trong vòng một tháng, đồng austral sụt 140% giá trị so với đồng đô la. Cùng lúc, Ngân hàng Thế giới đóng băng các khoản vay cho Argentina, với luận điểm là chính phủ nước này đã thất bại trong việc kiềm chế thâm hụt phình to trong khu vực công. Những người cho vay tư nhân cũng không hào hứng hơn. Các nhà đầu tư hiếm khi lại đi mua trái phiếu khi có khả năng là lạm phát sẽ xóa sổ giá trị thực các trái phiếu này chỉ trong vài ngày. Cùng với lo ngại rằng dự trữ của ngân hàng trung ương đang cạn kiệt, giá trái phiếu sụt giảm thảm hại. Chỉ còn một lựa chọn cho chính phủ đang tuyệt vọng, đó là: máy in. Nhưng ngay cả lựa chọn này cũng thất bại. Ngày thứ Sáu 28/4, Argentina thực sự đã cạn tiền theo nghĩa đen. "Đây là vấn đề vật chất," Phó Chủ tịch Ngân hàng Trung ương Roberto Eilbaum nói tại một cuộc họp báo. Các nhà máy in tiền đã cạn giấy và công nhân in đang bãi công. "Tôi không biết chúng tôi sẽ làm thế nào nhưng phải có tiền ở đây vào ngày thứ Hai tới," ông thú nhận.

Đến tháng 6, khi tỷ lệ lạm phát *hằng tháng* đã lên cao hơn 100%, sự phẫn nộ của dân chúng đã gần tới mức báo động. Ngay từ tháng 4, khách hàng tại một siêu thị ở Buenos Aires đã lật tung những xe đẩy chứa đầy hàng hóa sau khi quản lý siêu thị thông báo trên loa phóng thanh là toàn bộ giá cả sẽ được nâng lên 30% ngay lập tức. Trong hai ngày tháng 6, các đám đông ở Rosario, thành phố lớn thứ hai của Argentina, đã tham gia bạo loạn và cướp phá, gây ra cái chết của ít nhất 14 người. Nhưng giống như ở Cộng hòa Weimar, những người thiệt hại chủ yếu do siêu lạm phát ở Argentina không phải là các công nhân bình thường, tầng lớp vốn có cơ hội theo kịp với mức giá tăng nhờ tiền lương tăng, mà là những người phụ thuộc vào thu nhập cố định bằng tiền mặt, như các viên chức, các nhà khoa học sống bằng tiền lương thiếu linh hoạt, hay những người nghỉ hưu sống nhờ tiền lãi trên các khoản tiết kiệm. Và cũng giống như ở nước Đức trong thập niên 1920, những người hưởng lợi chính là những con nợ lớn - khoản nợ của họ thực sự đã bị lạm phát xóa hết. Trong số những người hưởng lợi có cả chính phủ, trong phạm vi số nợ được niêm yết bằng đồng austral.

Nhưng không phải tất cả các khoản nợ của Argentina đều dễ dàng bị xóa

đi. Tới năm 1983, nợ nước ngoài của nước này, vốn được niêm yết theo đồng đô la Mỹ, đã ở mức 46 tỷ đô la, tương đương với khoảng 40% sản phẩm quốc dân. Cho dù có chuyện gì xảy ra với đồng tiền Argentina đi nữa thì khoản nợ được niêm yết theo đồng đô la này vẫn y nguyên. Trên thực tế, nó còn có xu hướng tăng do các chính phủ trong tình thế tuyệt vọng tiếp tục vay thêm tiền. Tới năm 1989, nợ nước ngoài của Argentina đã vượt 65 tỷ đô la. Trong thập niên tiếp theo, số nợ này tiếp tục tăng cho tới 155 tỷ đô la. Các chủ nợ trong nước đã bị tước đoạt tài sản do lạm phát. Nhưng chỉ có vỡ nợ mới giúp Argentina thoát khỏi được gánh nặng nợ nước ngoài của mình. Như chúng ta đã thấy, Argentina từng đi theo con đường này không phải chỉ một lần. Năm 1890, hãng Baring Brothers đã suýt nữa phá sản vì các khoản đầu tư vào chứng khoán Argentina (đáng chú ý là lần phát hành thất bại trái phiếu của Công ty Cấp thoát nước Buenos Aires) khi chính phủ Argentina không thực hiện nghĩa vụ trả nợ nước ngoài của mình. Chính những địch thủ cũ của nhà Baring là nhà Rothschild đã thuyết phục chính phủ Anh đóng góp 1 triệu bảng vào quỹ cứu trợ 17 triệu bảng cho nhà Baring, với lý do là sự sụp đổ của nhà Baring sẽ là "thảm họa khủng khiếp cho nền thương mại Anh trên toàn thế giới". [174] Và cũng chính Huân tước Rothschild Đệ Nhất là người chủ tọa hội nghị các chủ ngân hàng được lập ra nhằm áp đặt cải cách cho những người Argentina ương ngạnh. Các khoản nợ tương lai được đặt ra với điều kiện cải cách tiền tệ để đồng peso được cố định theo vàng nhờ sự kiểm soát của một ban tiền tệ (currency board) [175] độc lập và cứng rắn. [176] Thế nhưng một thế kỷ sau thì nhà Rothschild quan tâm tới các vườn nho ở Argentina hơn là nợ của Argentina. Lần này Quỹ Tiền tệ Thế giới IMF đứng ra thực hiện công việc không mấy vui vẻ này nhằm cố gắng tránh (hay ít ra là giảm thiểu ảnh hưởng) việc Argentina vỡ nợ. Một lần nữa giải pháp lại là ban tiền tệ, lần này là cố định đồng nội tệ theo đồng đô la.

Khi đồng *peso* "có thể chuyển đổi" mới được Bộ trưởng Tài chính Domingo Cavallo đưa ra vào năm 1991, nó là đồng tiền thứ sáu của Argentina trong một thế kỷ. Thế nhưng giải pháp này cũng kết thúc bằng thất bại. Đúng là lạm phát đã xuống tới 0% vào năm 1996 và thậm chí còn âm vào năm 1999. Nhưng thất nghiệp đứng ở mức 15% và tình trạng bất bình đẳng thu nhập chỉ khá hơn ở Nigeria một chút. Hơn nữa, sự cứng rắn trong tiền tệ không được đồng hành cùng với sự cứng rắn trong tài khóa; nợ công tăng từ 35% GDP vào cuối năm 1994 lên 64% vào cuối năm 2001, bởi các chính quyền trung ương và cấp tỉnh đều tìm cách thu hút thị trường trái phiếu quốc tế thay vì cố cân bằng ngân sách của mình. Tóm lại, mặc dù đã cố định đồng tiền và làm giảm lạm phát nhưng Cavallo đã thất bại trong việc thay đổi những nhân tố xã hội và thể chế cơ bản từng gây ra rất nhiều cuộc khủng hoảng tiền tệ trong quá khứ. Mọi sự đã sẵn sàng cho lần vỡ nợ tiếp

theo của Argentina và một đồng tiền mới. Sau hai gói cứu trợ vào tháng 1 (15 tỷ đô la) và tháng 5 (8 tỷ đô la), IMF từ chối ném chiếc phao cứu sinh thứ ba. Ngày 23/12/2001, vào cuối một năm mà GDP trên đầu người giảm sút ở mức kinh khủng là 12%, chính phủ Argentina công bố hoãn trả nợ toàn bộ các khoản nợ nước ngoài của mình, bao gồm các khoản trái phiếu trị giá 81 tỷ đô la. Tính theo giá trị danh nghĩa thì đây là vụ vỡ nợ lớn nhất trong lịch sử.

Lịch sử của Argentina đã cho thấy rằng thị trường trái phiếu thực ra không mạnh như người ta tưởng. Mức chênh lệch trung bình 295 điểm cơ bản giữa trái phiếu của Argentina và của Anh trong thập niên 1880 khó lòng bù đắp được cho các nhà đầu tư như nhà Baring, cho những rủi ro mà họ phải gánh chịu khi đầu tư ở Argentina. Tương tự, chênh lệch trung bình 664 điểm cơ bản giữa trái phiếu của Argentina và của Mỹ trong giai đoạn 1998-2000 đã đánh giá thấp đáng kể rủi ro vỡ nợ khi mà cái neo tiền tệ của Cavallo sắp sửa vỡ vụn. Khi vụ vỡ nợ được công bố, chênh lệch này tăng lên 5.500; tới tháng 3/2002, nó đã vượt 7.000 điểm cơ bản. Sau các cuộc đàm phán kéo dài đầy khó khăn (có 152 loại chứng khoán liên quan, được niêm yết theo sáu loại tiền khác nhau và thuộc phạm vi quyền hạn của tám giới chức khác nhau), đa số trong số 500.000 chủ nợ đã đồng ý chấp nhận các trái phiếu mới có giá trị khoảng 35 xu ăn 1 đô la của trái phiếu cũ - một trong những "mức hớt xén" mạnh mẽ nhất trong lịch sử thị trường trái phiếu. [177] Sự vi ước không trả nợ của Argentina rất thành công (tăng trưởng kinh tế sau đó đã tăng cao trong khi chênh lệch giá trái phiếu quay trở lại khoảng 300-500 điểm cơ bản), đến nỗi nhiều nhà kinh tế phải tự hỏi tại sao các quốc gia nợ nần lại phải tôn trọng những cam kết với chủ trái phiếu nước ngoài. [178]

Sự phục sinh của Rentier

Trong thập niên 1920, như chúng ta đã thấy, Keynes đã dự đoán về "cái chết êm dịu của giới *rentier*", rằng lạm phát sẽ nghiền ngấu hết tài sản trên giấy của những người dùng tiền để mua trái phiếu chính phủ. Nhưng trong thời đại này, chúng ta lại chứng kiến sự phục sinh kỳ diệu của người chủ trái phiếu. Sau cuộc Đại Lạm phát trong thập niên 1970, ba mươi năm qua đã chứng kiến hết nước này đến nước khác giảm lạm phát xuống một con số. [179] (Thậm chí ở Argentina, tỷ lệ lạm phát chính thức cũng thấp hơn 10%, cho dù ước tính không chính thức thực hiện bởi các tỉnh Mendoza và San Luis là ở mức trên 20%.) Và khi lạm phát giảm, các trái phiếu đã tăng, tạo ra một trong những thị trường đầu cơ giá lên lớn nhất trong lịch sử hiện đại. Đáng chú ý hơn nữa, cho dù có vụ vỡ nợ ngoạn mục của Argentina - chưa kể

đến vụ vỡ nợ của Nga năm 1998 - thì chênh lệch giá của các trái phiếu đến từ các thị trường mới nổi vẫn có xu hướng giảm dần. Chênh lệch này xuống thấp nhất vào đầu năm 2007, mức thấp nhất kể từ Thế chiến thứ nhất tới nay, cho thấy một niềm tin không lay chuyển vào kinh tế trong tương lai. Những lời đồn đại về cái chết của ông Bond rõ ràng đã bị phóng đại.

Lạm phát xuống thấp một phần vì nhiều hàng hóa mà chúng ta mua, từ quần áo cho tới máy tính, đã trở nên rẻ hơn nhờ các sáng kiến công nghệ và việc tái phân bổ sản xuất sang các nền kinh tế có lương thấp ở châu Á. Giá cả cũng xuống do có sự chuyển dịch toàn cầu trong chính sách tiền tệ, bắt đầu bằng việc Ngân hàng Anh và Cục Dự trữ Liên bang Mỹ tăng lãi suất ngắn hạn do ảnh hưởng của trường phái trọng tiền trong giai đoạn cuối thập niên 1970 và đầu 1980, và sau đó phổ biến là việc các ngân hàng trung ương trở nên độc lập và các mục tiêu [lạm phát] trở nên công khai trong thập niên 1990. Một lý do - quan trọng không kém, như trường hợp của Argentina cho thấy, là việc một số nhân tố gây ra lạm phát đã yếu đi. Các công đoàn ngày nay có quyền lực ít hơn trước. Các ngành công nghiệp quốc doanh thua lỗ được tư nhân hóa. Nhưng có lẽ quan trọng hơn cả là tầng lớp cử tri có lợi nhờ lợi tức trái phiếu dương đang gia tăng, ở các nước phát triển, tỷ lệ của cải do các quỹ hưu trí tư nhân và các tổ chức nhận tiền tiết kiệm nắm giữ ngày càng tăng. Các tổ chức này được yêu cầu, hay ít ra là được trông đợi, nắm giữ một tỷ lệ đáng kể tài sản của họ dưới hình thức trái phiếu chính phủ và các chứng khoán có lợi tức cố định khác. Năm 2007, một cuộc khảo sát các quỹ hưu trí ở 11 nền kinh tế lớn cho thấy trái phiếu chiếm hơn một phần tư tổng tài sản của các quỹ này. Tỷ lệ này mặc dù thấp hơn đáng kể so với các thập niên trước nhưng vẫn là một tỷ lệ cao. [180] Mỗi năm trôi qua, tỷ lệ dân số sống nhờ lợi tức từ các quỹ này lại tăng lên, do tỷ lệ người về hưu trong dân số tăng.

Điều này đưa chúng ta trở lại Italia, nơi phát sinh thị trường trái phiếu. Năm 1965, trước cuộc Đại Lạm phát, chỉ có 10% người Italia từ 65 tuổi trở lên. Ngày nay tỷ lệ này cao gấp hai lần, vào khoảng một phần năm dân số. Và tới năm 2050, Liên Hiệp Quốc ước tính tỷ lệ này gần bằng một phần ba. Trong một xã hội già đi như thế, người ta có nhu cầu rất lớn và ngày càng tăng đối với chứng khoán có lợi tức cố định và lạm phát thấp để đảm bảo tiền lãi họ nhận vẫn giữ được sức mua. Khi ngày càng có nhiều người kết thúc tuổi lao động, tình trạng thâm hụt triền miên của khu vực công bảo đảm rằng thị trường trái phiếu sẽ không bao giờ thiếu các trái phiếu mới được bán ra. Và việc Italia đã trao chủ quyền tiền tệ của mình cho Ngân hàng Trung ương châu Âu có nghĩa là các chính khách Italia sẽ không còn cơ hội in tiền và kích hoạt vòng xoáy lạm phát nữa.

Tuy nhiên, điều này không có nghĩa là thị trường trái phiếu thống trị thế giới như ý của James Carville. Thực tế, thứ quyền lực mà ông gán cho thị

trường trái phiếu trong thập niên 1990 đã hoàn toàn vắng bóng dưới thời người kế nhiệm Tổng thống Clinton là George W. Bush. Chỉ vài tháng trước kỳ bầu cử lập nên Tổng thống Bush, ngày 7/9/2000, Đồng hồ Nợ Quốc gia ở quảng trường Thời Đại tại New York đã dừng lại. Vào ngày hôm đó, nó hiện lên hàng chữ sau: "Nợ quốc gia của chúng ta: $5.676.989.904.887. Phần của gia đình bạn: $73.733." Sau ba năm thặng dư ngân sách, cả hai ứng cử viên tổng thống đều nói như thể việc trả nợ quốc gia là một dự án khả thi. Theo CNN,

Ứng cử viên tổng thống đảng Dân chủ Al Gore vạch ra một kế hoạch, mà theo ông, sẽ thanh toán hết nợ vào năm 2012. Các chuyên gia tư vấn kinh tế cao cấp cho Thống đốc Texas, ứng cử viên tổng thống đảng Cộng hòa George W. Bush đồng ý trên nguyên tắc sẽ trả dần nợ nhưng không cam kết một thời hạn cụ thể nào cho việc thanh toán hết nợ. [181]

Việc thiếu cam kết của ứng cử viên thứ hai là một tín hiệu. Kể từ khi Bush bước vào Nhà Trắng, chính quyền của ông bị thâm hụt ngân sách suốt bảy trong tám năm cầm quyền. Nợ liên bang tăng từ 5.000 tỷ lên tới hơn 9.000 tỷ đô la. Văn phòng Ngân sách Quốc hội dự đoán khoản nợ này sẽ tiếp tục tăng tới hơn 12.000 tỷ đô la vào năm 2017. Nhưng thay vì trừng phạt sự hoang phí này thì thị trường trái phiếu lại phản ứng tích cực với nó. Từ tháng 12/2000 tới 6/2003, lợi suất của Trái phiếu Kho bạc kỳ hạn mười năm *giảm* từ 5,24% xuống 3,33%, và vẫn duy trì ở mức trên 4% vào thời điểm tôi viết cuốn sách này.

Nhưng ta sẽ không thể hiểu được "câu đố hóc búa" này - lời của Alan Greenspan trước việc lợi suất trái phiếu không phản ứng khi lãi suất ngắn hạn tăng [182] - nếu như chỉ nghiên cứu thị trường trái phiếu một cách riêng rẽ. Bởi thế bây giờ chúng ta sẽ chuyển từ thị trường nợ chính phủ sang đứa em trẻ tuổi hơn và cũng năng động hơn của nó. Đó là thị trường cổ phiếu công ty, được gọi một cách thông dụng là thị trường cổ phiếu.

Chương 3 THỔI PHỒNG BONG BÓNG

Dãy Andes kéo dài hơn bốn nghìn dặm giống như một cái xương sống lởm chởm, cong queo trải dọc phía tây lục địa Nam Mỹ. Dãy núi này được hình thành khoảng 100 triệu năm trước, khi mảng kiến tạo Nazca bắt đầu quá trình trượt chậm chạp nhưng náo động phía dưới mảng kiến tạo Nam Mỹ, trên đó có ngọn núi cao nhất của dãy Aconcagua ở Argentina, cao 7.000 mét so với mực nước biển. Những người anh em của Aconcagua tại Chile đứng như những lính gác màu trắng sáng lập lòe xung quanh Santiago (thủ đô Chile). Thế nhưng chỉ khi đặt chân tới các cao nguyên Bolivia, bạn mới thực sự cảm nhận được kích cỡ khổng lồ của dãy Andes. Khi các đám mây mưa đã rời bỏ con đường từ La Paz tới hồ Titicaca, những ngọn núi ngự trị ở đường chân trời tạo nên một hình răng cưa không đều, sáng lóa ở ngang tầm mắt.

Ngắm nhìn dãy Andes, người ta thật khó lòng hình dung một tổ chức loài người nào lại có thể vượt được hàng rào tự nhiên khổng lồ đó. Nhưng với một công ty Mỹ, các đỉnh núi lởm chởm này cũng chẳng gây khó khăn hơn so với khu rừng rậm Amazon nằm ở phía đông của chúng. Công ty đó đã xây dựng một đường ống dẫn khí từ Bolivia vượt qua suốt bề ngang lục địa tới bờ biển Brazil phía Đại Tây Dương, và một đường ống dẫn khí khác, dài nhất thế giới, từ chỏm Patagonia tới thủ đô Buenos Aires của Argentina.

Những kế hoạch to lớn đó là thí dụ cho tham vọng nhảy vọt của chủ nghĩa tư bản hiện đại. Chúng được thực hiện nhờ sự phát minh ra một trong những định chế căn bản nhất trong thế giới hiện đại: đó là công ty. Chính định chế công ty đã cho phép hàng nghìn cá nhân dồn nguồn lực cho những dự án lâu dài, tốn kém, đòi hỏi các khoản bỏ vốn khổng lồ trước khi thu lợi nhuận. Sau khi ngân hàng xuất hiện và thị trường trái phiếu ra đời, bước tiếp theo trong câu chuyện về sự lên ngôi của đồng tiền sẽ là sự đi lên của loại hình công ty cổ phần, trách nhiệm hữu hạn. Gọi là cổ phần bởi vì vốn của công ty do nhiều nhà đầu tư đồng sở hữu; trách nhiệm hữu hạn bởi công ty tồn tại riêng biệt với tư cách pháp nhân, bảo vệ nhà đầu tư khỏi mất hết của cải nếu như công ty thất bại. Trách nhiệm của nhà đầu tư chỉ giới hạn trong số tiền họ dùng để mua phần góp trong công ty. Các doanh nghiệp nhỏ có thể vận hành tốt dưới hình thức hợp danh (partnership). Nhưng những doanh nghiệp nào có khát vọng vươn ra tầm châu lục sẽ phải cần tới hình thức công ty. [183]

Tuy nhiên, khả năng chuyển biến nền kinh tế toàn cầu của các công ty lại phụ thuộc vào một phát minh khác có liên quan. Trên lý thuyết, những nhà quản trị của các công ty cổ phần sẽ phải làm việc theo các quy định do những cổ đông luôn thận trọng xác lập. Những cổ đông này dự các đại hội thường niên, và tìm cách gây ảnh hưởng trực tiếp hay gián tiếp thông qua các

giám đốc không điều hành. Nhưng trên thực tế, quy định chủ yếu của các công ty là do thị trường chứng khoán xác lập, nơi một số lượng gần như không đếm được các lát nhỏ của công ty (bạn thích gọi chúng là cổ phần, cổ phiếu hay vốn cổ phần thì tùy bạn) được mua và bán hằng ngày. Thực chất, cái giá mà người ta đồng ý trả cho một lát cắt ấy cho bạn biết họ nghĩ như thế nào về khả năng kiếm tiền của công ty đó trong tương lai. Thực tế, thị trường cổ phiếu tổ chức trưng cầu dân ý định kỳ hằng giờ đối với các công ty có cổ phiếu được giao dịch ở đó: lấy ý kiến về chất lượng quản lý, về tính hấp dẫn của sản phẩm, về triển vọng của các thị trường chủ chốt.

Nhưng thị trường cổ phiếu cũng có đời sống riêng của mình. Tương lai nhìn chung không chắc chắn và do đó những đánh giá của chúng ta về lợi nhuận tương lai của các công ty cũng khác nhau. Nếu chúng ta chỉ là những chiếc máy tính, chúng ta sẽ đồng thời xử lý tất cả các thông tin có được và đi đến cùng một kết luận. Nhưng chúng ta là con người và vì thế, chúng ta dễ mắc phải tính thiển cận và tâm lý hay thay đổi. Khi giá trên thị trường cổ phiếu tăng đồng loạt, như vẫn hay xảy ra, các nhà đầu tư hình như mang một tâm trạng hân hoan tập thể, và cựu chủ tịch Cục Dự trữ Liên bang Alan Greenspan gọi đó là niềm hưng phấn thiếu lý trí. [184] Ngược lại, khi "tinh thần động vật" (animal spirit) của các nhà đầu tư chuyển từ trạng thái ham hố sang lo sợ, bong bóng được tạo ra từ cơn hưng phấn trước đó của họ có thể đột ngột vỡ tung. Mối liên tưởng tới động vật tất nhiên luôn là một phần không thể thiếu trong văn hóa thị trường cổ phiếu. Những người mua cổ phiếu lạc quan được gọi là bò rừng, những người bán bi quan là gấu. Các nhà đầu tư ngày nay được cho là một bầy đàn điện tử, lúc trước còn vui vẻ ngoạm lấy những món lợi, lúc sau đã chen lấn xô đẩy tìm cửa thoát. Tuy nhiên, điểm đáng nói là các thị trường cổ phiếu chính là những tấm gương phản chiếu tâm lý *con người*. Giống như *homo sapiens* [185], các thị trường này có thể bị trầm cảm. Chúng thậm chí còn có thể hoàn toàn suy sụp. Thế nhưng hy vọng - hay phải chăng là chứng dễ quên? - dường như luôn chiến thắng những kinh nghiệm tồi tệ trong quá khứ.

Trong bốn trăm năm kể từ khi cổ phiếu lần đầu được mua bán, đã có nhiều bong bóng tài chính nối tiếp nhau. Hết lần này qua lần khác, giá cổ phiếu tăng vọt tới mức cao vô lý rồi lại tụt xuống thảm hại. Hết lần này qua lần khác, quá trình này đi kèm với trò bịp bợm, khi những kẻ tay trong (insider) bất lương tìm cách kiếm lợi từ những người mới vào nghề ngây thơ. Quá trình này quen thuộc đến mức có thể chia nó thành năm giai đoạn:

1. *Dịch chuyển*: Một số thay đổi trong tình hình kinh tế tạo ra các cơ hội mới và có thể thu lợi cho một số công ty.

2. *Hưng phấn* hay buôn bán quá khả năng vốn: Một quá trình phản hồi trong đó lợi nhuận dự kiến tăng dẫn đến giá cổ phiếu tăng nhanh.

3. *Điên cuồng* hay bong bóng: Triển vọng thu lợi dễ dàng từ vốn thu hút các nhà đầu tư lần đầu và bọn lừa đảo cũng háo hức muốn lột tiền của những người này.

4. *U ám*: Những kẻ tay trong nhận ra rằng lợi nhuận dự kiến không thể bù lại mức giá cắt cổ của cổ phiếu lúc này và bắt đầu kiếm lợi bằng cách bán ra.

5. *Rút vốn* hay mất lòng tin: Khi giá cổ phiếu xuống thấp, những người bên ngoài (outsider) thi nhau tháo chạy, khiến cho bong bóng bắt đầu vỡ. [186]

Các bong bóng trên thị trường cổ phiếu còn có ba đặc điểm tái diễn khác. Đặc điểm thứ nhất là vai trò của cái đôi khi được gọi là thông tin bất cân xứng. Những kẻ tay trong - là những người có liên hệ đến việc điều hành các công ty bong bóng - nắm thông tin rõ hơn nhiều so với những người bên ngoài, và họ muốn kiếm tiền của những người bên ngoài đó. Sự bất cân xứng này luôn tồn tại trong hoạt động kinh doanh, nhưng trong thời điểm bong bóng những người tay trong có thể khai thác nó một cách gian lận. [187] Chủ điểm thứ hai là vai trò của các dòng vốn xuyên biên giới. Các bong bóng dễ xảy ra hơn khi các dòng vốn được di chuyển tự do từ nước này sang nước khác. Một nhà đầu tư lão luyện ở một trung tâm tài chính lớn có thể thiếu kiến thức từ bên trong của một tay trong thực sự. Nhưng ông ta nhiều khả năng sẽ ra tay được đúng thời điểm - mua sớm và bán trước khi bong bóng vỡ - so với nhà đầu tư lần đầu ngây thơ. Nói cách khác, trong một bong bóng, không phải tất cả mọi người đều thiếu lý trí; hay ít nhất, một số kẻ hân hoan không thiếu lý trí đến như những kẻ khác. Cuối cùng, và quan trọng hơn cả, nếu không có sự tạo ra tín dụng dễ dãi thì sẽ không thể có một bong bóng thực sự. Đó là lý do tại sao nhiều bong bóng bắt nguồn từ tội sơ suất hay chểnh mảng của các ngân hàng trung ương.

Không gì minh họa rõ ràng hơn cho việc con người hay quên những bài học từ lịch sử như trường hợp lặp đi lặp lại các bong bóng trên thị trường cổ phiếu. Hãy xem cách các độc giả của tạp chí *Business Week* nhìn nhận thế giới vào hai thời điểm khác nhau, cách nhau hai mươi năm. Ngày 13/8/1979, trang bìa tạp chí vẽ một chứng chỉ cổ phiếu hình cái máy bay giấy nát vụn dưới nhan đề: "Cái chết của vốn cổ phần: Lạm phát đang hủy hoại thị trường cổ phiếu như thế nào?" Người đọc không có gì phải ngờ vực về quy mô của cuộc khủng hoảng:

Từ lâu, dân chúng đã chuyển từ cổ phiếu sang các hình thức đầu tư có tỷ suất lợi tức cao và khả năng chống lạm phát tốt hơn. Giờ đây, các quỹ hưu trí - niềm hy vọng cuối cùng của thị trường - đã được phép từ bỏ cổ phiếu và trái phiếu để đầu tư vào bất động sản, các hợp đồng tương lai (futures contract), vàng, và thậm chí cả kim cương. Cái chết của vốn cổ phần dường như là một trạng thái vĩnh viễn. [188]

Ngày hôm đó, Chỉ số Trung bình Công nghiệp Dow Jones, chỉ số thị trường cổ phiếu Mỹ lâu đời nhất, đóng cửa ở mức 875, hầu như không đổi so với mười năm trước đó, và thấp hơn gần 17% so với mức cao nhất là 1.052 vào tháng 1/1973. Tâm lý bi quan sau một thập niên rưỡi thất vọng là dễ hiểu. Nhưng thay vì cáo chung, vốn cổ phần của Mỹ chỉ vài năm sau đó trở thành một trong các thị trường đầu cơ giá lên lớn nhất thời hiện đại. Sau khi chạm điểm đáy vào tháng 8/1982 (ở mức 777), chỉ số Dow tăng lên hơn ba lần chỉ trong năm năm, đạt mức cao kỷ lục là 2.700 vào mùa hè năm 1987. Sau giai đoạn ngắn bán ra ồ ạt vào tháng 10/1987, chỉ số này tiếp tục đà tăng. Sau năm 1995, tốc độ tăng thậm chí còn nhanh hơn. Ngày 27/9/1999, chỉ số này đóng cửa ở mức 10.395, có nghĩa là giá cổ phiếu trung bình của một công ty lớn của Mỹ đã tăng lên gần mười hai lần chỉ trong hai mươi năm. Vào ngày hôm đó, độc giả tờ *Business Week* đọc mẩu tin sau trong tâm trạng phấn khích:

Để chỉ số Dow đạt 36.000 điểm thì mọi thứ không cần cải thiện gì nhiều, theo James K. Glassman và Kevin A. Hassett trong cuốn sách Dow 36.000: The New Strategy for Profiting From the Coming Rise in the Stock Market Dow 36.000: Chiến lược mới để hưởng lợi từ đợt tăng sắp tới trên thị trường cổ phiếu). Họ lập luận rằng thị trường hiện nay đã xứng đáng lên tới 36.000 điểm, và giá cổ phiếu sẽ tiếp tục tăng tới mức mục tiêu này trong vòng 3 tới 5 năm tới, khi các nhà đầu tư cũng đi đến kết luận ấy... Thị trường này - thậm chí kể cả khi tỷ lệ giá trên thu nhập ở mức 30 [189] *- vẫn là một món hời. Theo ước tính của họ, "mức giá hoàn toàn hợp lý" của thị trường là... 100 lần thu nhập.* [190]

Bài báo này được xuất bản chưa đầy bốn tháng trước vụ sụp đổ của bong bóng dot-com - bong bóng dựa trên kỳ vọng được phóng đại về thu nhập tương lai của các công ty công nghệ. Tới tháng 10/2002, chỉ số Dow giảm xuống còn 7.286, mức thấp chưa từng có kể từ cuối năm 1997. Vào thời điểm viết cuốn sách này (tháng 4/2008), chỉ số này ở mức khoảng một phần ba mức mà Glassman và Hassett đã dự đoán.

Hoạt động của thị trường cổ phiếu Mỹ có lẽ có thể đo lường tốt nhất bằng cách so sánh tổng lợi tức thu được từ cổ phiếu, theo giả định là tái đầu tư tất cả cổ tức, với tổng lợi tức từ các tài sản tài chính khác như trái phiếu chính phủ, hoặc hối phiếu hay tín phiếu Kho bạc, trong đó tín phiếu Kho bạc có vai trò đại diện cho các công cụ nợ ngắn hạn như quỹ thị trường tiền tệ hay tiền gửi không kỳ hạn ở ngân hàng. Thời điểm bắt đầu là năm sinh của tác giả cuốn sách này, năm 1964. Nếu cha mẹ tôi có thể đầu tư một khoản tiền khiêm tốn vào thị trường cổ phiếu Mỹ lúc đó, và tiếp tục tái đầu tư cổ tức mà họ nhận được hằng năm, thì tổng số tiền đầu tư ban đầu của họ sẽ tăng gần 70 lần vào năm 2007. Lấy ví dụ, 10.000 đô la sẽ trở thành 700.000 đô la. Các

hình thức đầu tư khác như trái phiếu hay hối phiếu có lợi tức kém hơn nhiều. Đầu tư vào trái phiếu Mỹ sẽ làm tăng vốn đầu tư chưa đến 23 lần trong khi đầu tư vào một danh mục hối phiếu sẽ chỉ làm tăng lên 12 lần. Cũng cần phải nói rằng, những số liệu trên cần được điều chỉnh giảm đi để tính tới ảnh hưởng của chi phí sinh hoạt, vốn đã tăng lên suýt soát bảy lần trong đời tôi. Tính theo giá thực, cổ phiếu tăng lên với tỷ lệ 10,3; trái phiếu với tỷ lệ 3,4 và hối phiếu với tỷ lệ 1,8. Nếu như cha mẹ tôi đã mắc sai lầm là chỉ mua 10.000 đô la tiền mặt vào năm 1964 thì giá trị thực của khoản đầu tư mà họ dành cho con mình sẽ giảm đi 85% theo giá thực tế.

Chưa có thị trường cổ phiếu nào lại tốt hơn thị trường Mỹ về dài hạn. Theo một ước tính về lợi tức thực dài hạn của các thị trường cổ phiếu, tỷ lệ lợi tức trung bình của thị trường Mỹ là 4,73% mỗi năm trong thời gian từ thập niên 1920 tới thập niên 1990. Thụy Điển đứng thứ hai (3,71), sau đó là Thụy Sĩ (3,03) và nước Anh suýt nữa thì rơi ra ngoài danh sách 10 nước đứng đầu (2,28). Sáu trong số hai mươi bảy thị trường được khảo cứu phải trải qua ít nhất một lần gián đoạn quan trọng, thường là do chiến tranh hay cách mạng. Mười thị trường có tỷ lệ lợi tức dài hạn âm, trong đó tồi tệ nhất là Venezuela, Peru, Colombia và ở cuối cùng là Argentina (-5,36%). [191] "Cổ phiếu dài hạn" hoàn toàn không phải là một liều thuốc bách bệnh ở mọi nơi. [192] Nhưng quả thực là ở hầu hết các nước có công bố số liệu dài hạn, cổ phiếu có lợi tức cao hơn trái phiếu - gấp khoảng 5 lần trong suốt thế kỷ 20. [193] Điều này không có gì đáng ngạc nhiên. Như chúng ta đã thấy ở Chương 2, trái phiếu chỉ đơn giản là lời hứa của chính phủ sẽ chi trả tiền lãi và hoàn lại tiền gốc vào một thời điểm cụ thể được ấn định. Bằng việc vỡ nợ hay phá giá tiền tệ, nhiều chính phủ đã không thực hiện những lời hứa này. Trái lại, cổ phiếu là một phần vốn trong một công ty làm ăn sinh lãi. Nếu công ty này thành công, sẽ không chỉ có cổ tức, mà xác suất cao là thu nhập từ vốn sẽ tăng. Nhưng tất nhiên còn có cả rủi ro. Lợi tức từ cổ phiếu khó đoán định và dễ biến động hơn so với lợi tức từ trái phiếu hay hối phiếu. Xác suất một công ty trung bình phá sản và ngừng hoạt động cũng cao hơn xác suất nhà nước ở một quốc gia trung bình biến mất. Trong trường hợp công ty phá sản, những người nắm giữ trái phiếu và các hình thức nợ khác sẽ được đền bù trước hết; và chủ cổ phiếu có thể sẽ chẳng nhận được gì. Vì những lý do này, các nhà kinh tế gọi phần lợi tức cổ phiếu cao hơn là "phần đền bù rủi ro cổ phiếu" - dù rõ ràng trong một số trường hợp, đây là thứ rủi ro đáng để mạo hiểm.

Công ty mà bạn nắm giữ

Phía sau mặt tiền được trang trí theo phong cách baroque của nhà thờ San Moise ở Venice, dưới chân hàng vạn du khách viếng thăm nhà thờ này mỗi năm, có hàng chữ đáng lưu ý nhưng hiếm khi được nhận ra:

HONORI ET MEMORIAL JOANNIS LAW EDINBURGENSES REGII GALLIARUM AERARII PREFECTI CLARISSIMA

"Vinh danh và tưởng nhớ John Law ở Edinburgh. Người quản lý ngân quỹ đáng tôn kinh nhất của các vị vua Pháp." Đây quả là nơi an nghỉ lạ lùng cho người sáng chế ra bong bóng thị trường cổ phiếu.

Là một người Scotland giàu tham vọng, một kẻ sát nhân bị kết án, tay nghiện cờ bạc từ trong máu và thiên tài tài chính nhiều lỗi lầm, John Law không chỉ phải chịu trách nhiệm cho con bùng-vỡ bong bóng giá cả tài chính đầu tiên. Người ta còn cho rằng ông ta đã gián tiếp gây ra Cách mạng Pháp bằng cách phá đổ hoàn toàn cơ hội cho chế độ quân chủ cũ kỹ cải cách nền tài chính của mình. Câu chuyện của ông ta là một chuyện phiêu lưu đáng kinh ngạc nhất nhưng cũng ít được hiểu trọn vẹn nhất trong toàn bộ lịch sử tài chính. Nó cũng là một câu chuyện ứng với thời của chúng ta.

Sinh ra ở Edinburgh năm 1671, Law là con trai một thợ kim hoàn thành đạt và là người thừa kế lâu đài Lauriston nhìn ra nhánh sông Firth of Forth. Ông đến London vào năm 1692 và nhanh chóng phung phí gia sản của mình trong hàng loạt thương vụ và canh bạc. Hai năm sau đó, ông đấu gươm với người hàng xóm do người này phản đối việc phải sống chung với anh chàng phóng đãng Law cùng người tình của anh ta, và giết chết người này. Ông bị xét xử vì tội đấu gươm và bị kết án tử hình, nhưng đã tẩu thoát khỏi nhà tù và chạy trốn tới Amsterdam.

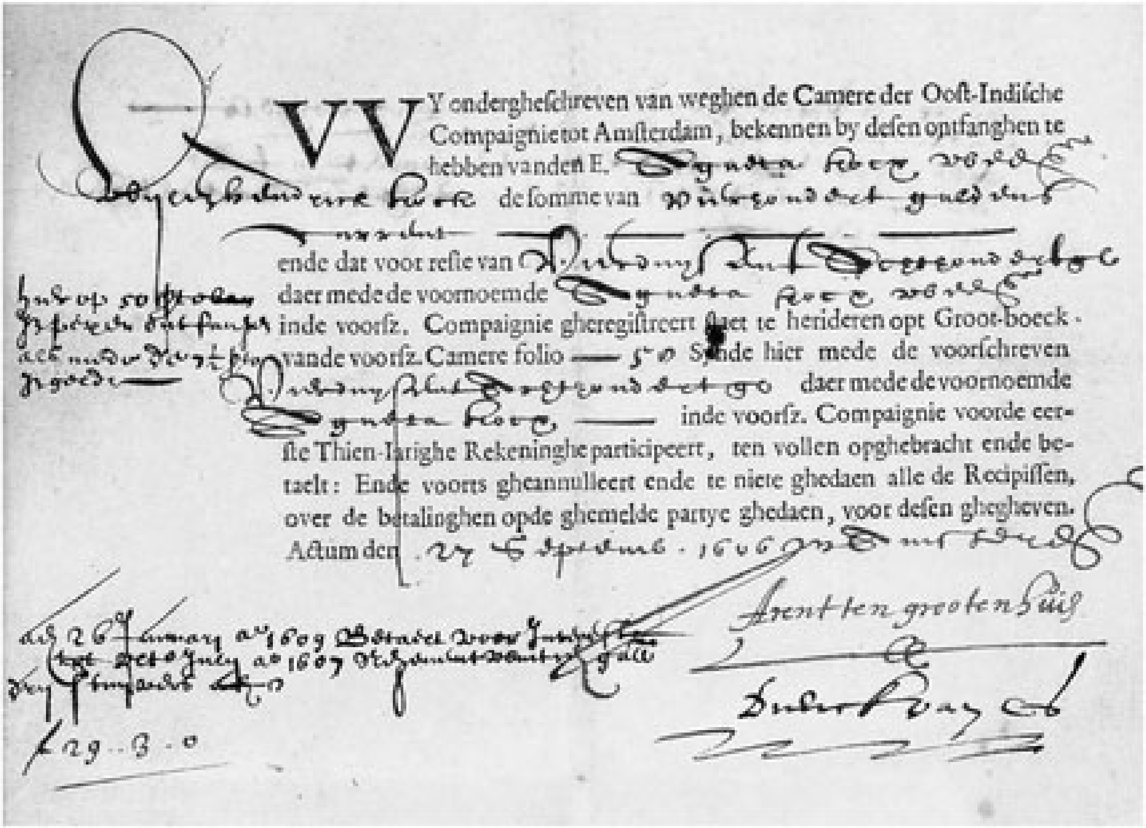
Khó mà tìm được một thành phố nào thích hợp hơn để mai danh ẩn tích. Tới thập niên 1690, Amsterdam đã là thủ đô thế giới của các phát kiến tài chính. Để tài trợ cho cuộc đấu tranh giành độc lập chống lại Tây Ban Nha vào cuối thế kỷ 16, như chúng ta đã thấy trong chương trước, người Hà Lan đã cải thiện hệ thống nợ công của Italia (đưa vào đấy các khoản vay xổ số cho phép người dân vừa đánh bạc vừa đầu tư tiền tiết kiệm của mình dưới hình thức nợ của chính phủ). Họ cũng cải cách tiền tệ bằng cách tạo ra ngân hàng trung ương đầu tiên của thế giới, Ngân hàng Giao dịch Amsterdam (*Wisselbank*), nhờ đó giải quyết được vấn đề giảm giá trị kim loại tiền đúc bằng cách tạo ra một hình thức tiền tại ngân hàng đáng tin cậy (xem Chương 1). Nhưng có lẽ phát kiến vĩ đại nhất mọi thời đại của người Hà Lan là công ty cổ phần.

Câu chuyện về công ty đã ra đời một thế kỷ trước khi Law đến và bắt nguồn từ nỗ lực của các thương nhân Hà Lan nhằm đoạt quyền kiểm soát ngành buôn bán hương liệu châu Á nhiều lợi nhuận từ tay Bồ Đào Nha và Tây Ban Nha. Người châu Âu khao khát các hương liệu như quế, đinh hương, nhục đậu khấu và hồ tiêu không chỉ để tạo hương vị cho thực phẩm

mà còn để bảo quản thực phẩm. Trong nhiều thế kỷ, những hàng hóa này được vận chuyển bằng đường bộ từ châu Á tới châu Âu dọc Con đường Hương liệu. Nhưng việc người Bồ Đào Nha phát hiện ra đường biển tới Đông Ấn qua Mũi Hảo Vọng đã mở ra những cơ hội kinh doanh mới và đặc biệt hấp dẫn. Bảo tàng Lịch sử Amsterdam có đầy các bức tranh vẽ những con tàu Hà Lan trên đường đến và trở về từ Đông Ấn. Một trong những bức tranh xưa nhất thuộc thể loại này mang dòng chữ: "Bốn con tàu khởi hành để chuyên chở hương liệu theo hướng Bantam và đồng thời thiết lập các cơ sở thương mại. Và quay trở lại chất đầy hàng... về Amsterdam. Ra đi ngày 1/5/1598. Trở về ngày 19/7/1599." Như dòng chữ này cho thấy, hành trình hai chiều là một hành trình rất dài (mười bốn tháng như ở đây thực ra là nhanh hơn mức trung bình). Và cũng rất nguy hiểm: trong hai mươi hai chiếc tàu khởi hành vào năm 1598 chỉ có mười hai chiếc quay trở về an toàn. Vì những lý do này, các thương nhân phải tập trung nguồn lực của mình lại. Cho tới năm 1600, có khoảng sáu công ty non trẻ kinh doanh ở Đông Ấn xuất phát từ các hải cảng quan trọng của Hà Lan. Tuy vậy, trong mỗi trường hợp, các công ty đều có một điều kiện hữu hạn được ghi rõ từ trước - thường là thời gian dự tính của cuộc hành trình - sau đó vốn mới được hoàn lại cho nhà đầu tư. [194] Mô hình kinh doanh này không đủ để xây dựng các đồn và căn cứ vĩnh cửu được phòng vệ chặt, rất cần thiết nếu muốn người Bồ Đào Nha và đồng minh Tây Ban Nha của họ [195] bị hất cẳng. Được thúc đẩy bởi những tính toán chiến lược cũng như bởi động cơ lợi nhuận, Nghị viện Hà Lan, Quốc hội của Các tỉnh Hợp nhất, đề nghị sáp nhập những công ty hiện có thành một công ty duy nhất. Kết quả là Công ty Liên hiệp Đông Ấn - *Vereenigde Nederlandsche Geoctroyeerde Oostindische Compagnie* (Công ty Liên hiệp Hà Lan Đặc quyền Đông Ấn, hay gọi tắt là VOC) được chính thức thành lập năm 1602, độc quyền toàn bộ thương mại của Hà Lan ở phía đông Mũi Hảo Vọng và phía tây eo biển Magellan. [196]

Cấu trúc của VOC khá mới lạ về nhiều mặt. Giống như các tiền thân của nó, công ty này sinh ra để tồn tại trong một giai đoạn cố định, ở trường hợp này là 21 năm; quả thực, Khoản 7 trong điều lệ của công ty nêu rằng nhà đầu tư sẽ được quyền rút vốn vào cuối năm thứ mười, khi bảng cân đối chung đầu tiên được kê khai. Nhưng quy mô của công ty này là chưa có tiền lệ. Mọi công dân của Các tỉnh Hợp nhất đều được quyền góp vốn cổ phần cho công ty và điều lệ không định rõ giới hạn trần cho số vốn góp này. Thương nhân, thợ thủ công và ngay cả người hầu cũng đua nhau mua cổ phiếu; riêng ở Amsterdam đã có 1.143 người mua, trong đó chỉ có 80 người đầu tư hơn 10.000 guilder, và đến 445 người đầu tư chưa đến 1.000. Toàn bộ số vốn là 6,45 triệu guilder, giúp VOC vượt xa tất cả mà trở thành công ty lớn nhất thời kỳ ấy. Số vốn của đối thủ đến từ nước Anh, Công ty Đông Ấn được

thành lập trước đó hai năm, chỉ có 68.373 bảng - tức khoảng 820.000 guilder - từ chỉ 219 người góp. [197] Bởi vì VOC là doanh nghiệp được chính phủ bảo trợ, người ta tìm mọi biện pháp để khắc phục thói kình địch giữa các tỉnh (đặc biệt là giữa Hà Lan, tỉnh giàu nhất, và Zeeland). Số vốn của công ty được chia (mặc dù không đều nhau) cho sáu phòng thương mại vùng (Amsterdam, Zeeland, Enkhuizen, Delft, Hoorn và Rotterdam). Bảy mươi đốc chính (*bewindhebber*), đều là người bỏ vốn lớn, cũng được phân bổ giữa các phòng này. Một trong các nhiệm vụ của họ là chỉ định mười bảy người làm *Heeren XVII* - Mười bảy Huân tước - như là một dạng hội đồng quản trị. Mặc dù Amsterdam chiếm tới 57,4% tổng vốn của VOC, nó chỉ cử tám trong số Mười bảy Huân tước. Trong số các đốc chính sáng lập có Dirck Bas, một *paterfamilias* [198] chạy theo lợi nhuận, người (nhìn dung mạo thì rõ) không biết ngượng ngùng với sự giàu có của mình. [199]


VVY ondergheſchreven van weghen de Camere der Ooſt-Indiſche Compaignie tot Amſterdam, bekennen by deſen ontfanghen te hebben vanden E.
de ſomme van
ende dat voor reſte van
daer mede de voornoemde
inde voorſz. Compaignie gheregiſtreert ſtaet te herideren opt Groot-boeck vande voorſz. Camere folio
Sijnde hier mede de voorſchreven
daer mede de voornoemde
inde voorſz. Compaignie voor de eerſte Thien-Iarighe Rekeninghe participeert, ten vollen opghebracht ende betaelt: Ende voorts gheannulleert ende te niete ghedaen alle de Recipiſſen, over de betalinghen opde ghemelde partye ghedaen, voor deſen ghegheven. Actum den

Cổ phiếu xưa nhất: cổ phiếu số 6 của Công ty Đông Ấn Hà Lan (không hẳn là một chứng chỉ cổ phiếu, mà giống như một giấy biên nhận cho khoản đóng tiền cổ phần, được Camere Amsterdam ban hành ngày 27/9/1606, và được Arent ten Grotenhuys và Dirck van Os ký).

Quyền sở hữu của công ty theo đó được chia thành nhiều *partij* hay *actie*, nghĩa đen là hoạt động. Các cổ phiếu được thanh toán làm nhiều lần, quy định vào năm 1603, 1605, 1606 và 1607. Chứng chỉ được phát ra không hoàn toàn giống với chứng chỉ cổ phiếu thời nay, mà giống với giấy biên nhận hơn; chứng từ chủ yếu về luật là sổ kho VOC, ở đó tất cả tên cổ đông đều được biên vào ngay thời điểm họ mua. [200] Bao hàm trong đó là nguyên

tắc trách nhiệm hữu hạn: các cổ đông chỉ mất khoản đầu tư của họ, mà không mất bất cứ tài sản nào khác, trong trường hợp công ty phá sản. [201] Mặt khác, cũng không có đảm bảo nào về lợi nhuận; Khoản 17 của điều lệ VOC chỉ nêu rằng các cổ đông phải được chi trả ngay khi lợi nhuận bằng 5% số vốn ban đầu.

Thực ra VOC không mang lại thành công lập tức về mặt thương mại. Mạng lưới giao thương còn phải được thiết lập, phương thức hoạt động phải được sắp đặt và các căn cứ an toàn được lập ra. Từ năm 1603 đến 1607, tổng cộng 22 tàu được trang bị và điều đến châu Á, tiêu tốn gần 3,7 triệu guilder. Mục tiêu ban đầu là thiết lập một số nhà máy (xưởng làm thuốc súng, cơ sở dệt và kho hàng), sản phẩm làm ra sẽ được đổi lấy hương liệu. Những thành công bước đầu trước người Bồ Đào Nha cho thấy chỗ đứng của công ty đã được tạo dựng tại Masulipatnam ở vịnh Bengal và tại Amboyna (hiện nay là Ambon) ở biển Molucca (hay biển Maluku), nhưng năm 1606 đô đốc Matelief đánh chiếm Malacca (Melaka) ở bán đảo Malay không thành và cuộc tấn công vào Makian (một đảo khác ở Molucca) bị một đội tàu Tây Ban Nha đẩy lùi. Nỗ lực xây dựng một pháo đài ở Banda Neira, hòn đảo lớn nhất trong quần đảo Banda chuyên cung cấp hạt nhục đậu khấu, cũng thất bại. [202] Khi lệnh đình chiến mười hai năm được ký với Tây Ban Nha năm 1608, VOC đã thu được nhiều tiền từ việc chiếm các tàu thuyền đối phương hơn là từ buôn bán. [203] Một nhà đầu tư chính của công ty, tín đồ dòng Menno Pieter Lijntjens, quá phật lòng trước việc thu lợi từ chiến tranh của công ty đến độ ông ta rút khỏi công ty năm 1605. Một đốc chính cũ khác, Isaac le Maire, đã từ chức để phản đối cái ông ta coi là sự điều hành kém cỏi trong các sự vụ của công ty. [204]

Nhưng ngay cả với các cổ đông lớn thì quyền lực của họ thế nào? Rất hạn chế. Khi các đốc chính của công ty kiến nghị chính phủ miễn cho họ nghĩa vụ công khai tài khoản mười năm của họ vào năm 1612 - thời điểm mà các nhà đầu tư được cho là có thể rút vốn của họ nếu muốn - yêu cầu được chấp nhận và việc công khai các tài khoản cũng như việc hoàn vốn cho các nhà đầu tư được hoãn lại. Mẩu bánh duy nhất cho các cổ đông là vào năm 1610, khi Mười bảy Huân tước đồng ý trao một khoản cổ tức vào năm sau đó, mặc dù lúc này công ty đã quá khan tiền mặt và cổ tức đành phải trả bằng hương liệu. Năm 1612, người ta thông báo rằng VOC sẽ không bị phát mãi như dự định ban đầu. Điều này nghĩa là bất cứ cổ đông nào muốn lấy lại số tiền của họ đều không có lựa chọn nào, ngoài việc bán cổ phiếu cho một nhà đầu tư khác. [205]

Công ty cổ phần và thị trường cổ phiếu bởi vậy được sinh ra chỉ cách nhau vài năm. Ngay khi công ty cổ phần quốc doanh đầu tiên hình thành và đưa ra cuộc chào bán cổ phiếu lần đầu, thì một thị trường thứ cấp cũng xuất

hiện để cho phép mua bán các cổ phiếu này. Nó trở nên một thị trường có tính thanh khoản đáng kể. Lượng giao dịch cổ phiếu VOC khá cao: năm 1607, một phần ba cổ phiếu của công ty đã được chuyển khỏi tay người sở hữu ban đầu. [206] Hơn nữa, bởi vì sổ sách kế toán của công ty hiếm khi được mở - các món mua được ghi vào hằng tháng hay hằng quý - nên một thị trường tương lai dành cho cổ phiếu VOC đã sớm được hình thành, cho phép mua cổ phiếu có kỳ hạn giao về sau. Ban đầu, các giao dịch này được thực hiện ở các chợ tạm ngoài trời, trên đường Warmoesstraat hay kế nhà thờ Oude Kerk. Nhưng thị trường dành cho cổ phiếu của VOC tấp nập đến nỗi năm 1608 họ quyết định xây một *Beurs* (sở giao dịch) trên đường Rokin, không xa tòa thị chính là mấy. Với bốn mặt bao quanh, hàng cột và tháp đồng hồ, sở giao dịch chứng khoán đầu tiên trên thế giới trông giống như trường Đại học Oxford thời Trung cổ. Nhưng những gì diễn ra ở đó từ giữa trưa cho đến hai giờ chiều mỗi ngày làm việc thì thực sự mang tính cách mạng. Một người thời đó miêu tả bầu không khí ở sàn giao dịch khi một phiên điển hình sắp đến hồi kết thúc: 'Theo sau những cái bắt tay là tiếng la ó, chửi rủa, cau có, chen lấn và xô đẩy." Những con bò (*liefhebber*) đánh nhau với những con gấu (*contremine*) [207]. Những kẻ đầu cơ lo lắng "cắn móng tay, bẻ khớp, nhắm mắt, đi đi lại lại và lẩm bẩm một mình, đưa tay áp lên má như thể hắn ta bị đau răng và tất cả những điều này đi kèm với tiếng đằng hắng đầy bí ẩn". [208]

Cũng không phải ngẫu nhiên mà cùng thời gian này người ta chứng kiến sự thành lập (vào năm 1609) Ngân hàng Hối đoái Amsterdam, bởi vì một thị trường cổ phiếu không thể vận hành hoàn chỉnh mà không có hệ thống tiền tệ hiệu quả. Một khi các chủ ngân hàng người Hà Lan chấp nhận cổ phiếu của VOC làm món thế chấp cho các khoản nợ, thì mối liên hệ giữa thị trường cổ phiếu và nguồn cung cấp tín dụng đã bắt đầu nảy sinh. Bước tiếp theo là các ngân hàng cho vay tiền để người ta có thể mua cổ phiếu bằng tín dụng. Công ty, sở giao dịch và ngân hàng tạo thành thế chân vạc cho một dạng nền kinh tế mới.

Đã có lúc, dường như những người chỉ trích VOC, đứng đầu là đốc chính cũ bất mãn le Maire, có thể khai thác thị trường mới này để gây áp lực cho các đốc chính của công ty. Một nỗ lực phối hợp của họ nhằm hạ giá cổ phiếu VOC bằng cách bán khống (short-sell) trên thị trường tương lai mới ra đời đã bị ngăn cản bởi đợt trả cổ tức năm 1611, gây thiệt hại nặng cho le Maire và các đồng sự. [209] Các đợt trả cổ tức bằng tiền mặt tiếp theo là vào năm 1612, 1613 và 1618. [210] Tuy vậy, phe chỉ trích công ty (các "nhà đầu tư chống đối" hay các *Doleante*) vẫn không hài lòng. Trong một truyền đơn có nhan đề *Cuộc đàm luận cần thiết* (Nootwendich Discours), phát hành năm 1622, một tác giả giấu tên đã phê phán tính thiếu minh bạch là đặc điểm của

"thói quản trị lợi kỷ của một số đốc chính", để họ bảo đảm "mọi thứ an bài trong bóng tối": "Chúng ta chỉ có thể ước đoán rằng, cuốn sổ kế toán hắn đã bị nghiền với thịt nguội và mang cho chó ăn." [211] Những người chống đối cho rằng, chức đốc chính nên được đặt theo nhiệm kỳ, và tất cả cổ đông chính đều phải có quyền bổ nhiệm một đốc chính.

Chiến dịch cải cách đường lối của VOC, mà thời nay được gọi là quản trị doanh nghiệp, đã mang lại kết quả đúng như dự kiến. Khi gia hạn vào tháng 12/1622, điều lệ của công ty được đổi mới căn bản. Các đốc chính không còn giữ chức vĩnh viễn mà theo nhiệm kỳ chỉ ba năm một. Các "cổ đông chủ chốt" (cổ đông bỏ vốn nhiều ngang đốc chính) từ nay trả về sau được bổ nhiệm "Chín Ông lớn" trong số họ, để Mười bảy Huân tước sẽ có nhiệm vụ hỏi ý kiến họ về những "vấn đề trọng đại", và chín người này sẽ giám sát báo cáo kế toán hằng năm của sáu phòng và cùng với Mười bảy Huân tước đề cử những ứng viên tương lai cho chức đốc chính. Ngoài ra, vào tháng 3/1623 người ta còn quyết định nhóm Chín Ông sẽ được tham gia (nhưng không có quyền bỏ phiếu) những cuộc họp của Mười bảy Huân tước và xem xét các tài khoản thu mua hằng năm. Các cổ đông chủ chốt cũng được trao quyền bổ nhiệm các kiểm toán viên (*rekening opnemer*) để họ kiểm tra các sổ sách được đệ trình cho Nghị viện. [212] Các cổ đông còn được xoa dịu thêm nhờ quyết định năm 1632, thiết lập tiêu chuẩn 12,5% cổ tức, gấp hai lần mức lãi suất mà công ty có thể mượn tiền. [213] Kết quả của chính sách này là gần như toàn bộ lợi nhuận ròng của công ty về sau được chia cho các cổ đông. [214] Các cổ đồng cũng được bảo đảm rằng cổ phần của họ không bị sụt giá. Thú vị là, vốn cổ phần hầu như không đổi trong suốt thời kỳ tồn tại của VOC. [215] Khi cần đến chi phí vốn, VOC lại huy động tiền, không phải bằng cách ban hành thêm cổ phiếu mới, mà ban hành nợ dưới hình thức trái phiếu. Quả thực, tín dụng của công ty cho đến trước thập niên 1670 tốt đến nỗi nó có thể đứng ra làm trung gian tài chính cho khoản vay 2 triệu guilder của Hà Lan và Zeeland.

Tất nhiên, sẽ không có sự thu xếp nào trụ được lâu, nếu như VOC không ăn nên làm ra vào giữa thế kỷ 17. Chủ yếu đó là thành tựu của Jan Pieterszoon Coen, một chàng trai hiếu chiến không hề có ảo tưởng về mối quan hệ giữa thương nghiệp và sự cưỡng bức. Như Coen từng bộc bạch: "Chúng ta không thể tạo ra chiến tranh mà không có giao thương, hay tạo nên giao thương mà không có chiến tranh. " [216] Ông ta nhẫn tâm trong cách đối xử với các đối thủ, kết liễu các nhân viên của Công ty Đông Ấn Anh quốc ở Amboyna và tiêu diệt sạch những người Banda bản địa. Mang máu gây dựng đế chế bẩm sinh, Coen đoạt quyền kiểm soát cảng nhỏ Jakarta của người Java vào tháng 5/1619, đổi tên nó thành Batavia, và chỉ mới ở tuổi 30, ông đã trở thành Toàn quyền đầu tiên của thuộc địa Đông Ấn Hà Lan. Ông

và người kế nhiệm, Antonie van Diemen, đã mở rộng một cách hệ thống quyền lực của Hà Lan trong khu vực, đuổi người Anh ra khỏi quần đảo Banda, đuổi người Tây Ban Nha ra khỏi đảo Ternate và Tidore, và đuổi người Bồ Đào Nha ra khỏi Malacca. Năm 1657, Hà Lan đã kiểm soát hầu hết nước Tích Lan (Sri Lanka); thập niên tiếp theo chứng kiến sự mở rộng dọc theo bờ biển Malabar trên tiểu lục địa và tiến vào đảo Celebes (Sulawesi). Ngoài ra còn có các căn cứ thịnh vượng của người Hà Lan ở bờ biển Coromandel. [217] Hỏa lực và ngoại thương là hai vũ khí sát cánh trên những con thuyền tương tự như *Batavia*, mà ngày nay người ta còn có thể thấy một bản sao rực rỡ ở thành phố Lelystad trên bờ biển Hà Lan.

Lợi ích thương mại của chiến lược hung hăng này là rất đáng kể. Tới thập niên 1650, VOC đã thiết lập được thế độc quyền hiệu quả với lợi nhuận cao nhờ xuất khẩu các mặt hàng đinh hương và nhục đậu khấu (việc sản xuất hồ tiêu bị phân tán quá rộng khiến độc quyền trở nên khó khăn) và trở thành đường dẫn chủ yếu cho các mặt hàng xuất khẩu dệt may của Ấn Độ từ Coromandel [218]. Nó cũng là trung tâm cho các hoạt động thương mại nội Á, trao đổi đồ bạc và đồng của Nhật với hàng dệt may của Ấn Độ, vàng và lụa Trung Hoa. Đổi lại, hàng dệt may Ấn Độ có thể được trao đổi với hồ tiêu và hương liệu từ các đảo Thái Bình Dương, và những sản phẩm này lại có thể được dùng để mua kim loại quý hiếm ở Trung Đông. [219] về sau, công ty này còn cung cấp dịch vụ tài chính cho những người châu Âu khác ở châu Á, trong đó có Robert Clive, người đã chuyển phần lớn số của cải mà ông ta kiếm được từ việc chinh phục Bengal trở lại London qua đường Batavia và Amsterdam. [220] Là tập đoàn lớn đầu tiên trên thế giới, VOC có thể kết giữa lợi thế kinh tế nhờ quy mô (economies of scale) dẫn tới chi phí giao dịch thấp với cái mà các nhà kinh tế gọi là ngoại ứng mạng (network externalities), tức là lợi ích từ việc kết thông tin từ nhiều người làm công và các đại lý. [221] Cũng giống như Công ty Đông Ấn của Anh, thách thức lớn nhất của VOC là vấn đề người có vốn và người đại diện [222]: ấy là việc những người trực tiếp thực hiện giao dịch thương mại có thể buôn bán bằng tài khoản của mình, làm việc cầu thả hay thẳng thừng lừa dối công ty. Thế nhưng vấn đề này phần nào được khắc phục nhờ một hệ thống đền bù đặc biệt, nối kết số tiền chi trả với các khoản đầu tư và doanh số bán, nhờ đó đặt ra mối ưu tiên dựa trên doanh số thay vì dựa vào lợi nhuận ròng. [223] Việc kinh doanh tỏ ra phát đạt. Tới thập niên 1620, 50 chiếc tàu của VOC trở về từ châu Á với hàng hóa trĩu nặng; tới thập niên 1690, số tàu này là 156. [224] Trong khoảng thời gian từ năm 1700 tới 1750, khối lượng vận chuyển của Hà Lan đi đường vòng qua Mũi Hảo Vọng trở về tăng gấp đôi. Cho tới năm 1760, con số này vẫn còn xấp xỉ ba lần lượng vận chuyển của Anh. [225]

Sự đi lên về mặt kinh tế và chính trị của VOC được thể hiện trên giá cổ phiếu của nó. Thị trường chứng khoán Amsterdam hiển nhiên dễ dao động do các nhà đầu tư phản ứng trước những tin đồn về chiến tranh, hòa bình và đắm tàu như những mô tả sinh động của người Do Thái dòng Sephardi là Joseph Penso de la Vega trong cuốn sách được đặt tên khéo léo *Confusión de Confusiones* (Hỗn độn của hỗn độn, 1688). Nhưng xu hướng lâu dài rõ ràng là đi lên trong hơn một thế kỷ kể từ ngày thành lập công ty. Từ năm 1602 tới 1733, cổ phiếu VOC tăng từ mức bình giá (100) tới mức giá cao nhất là 786, bất chấp từ năm 1652 cho tới Cách mạng Vinh quang năm 1688, công ty gặp phải sự thách thức của các đối thủ người Anh hiếu chiến. [226] Việc tăng giá trị vốn kéo dài như vậy, cùng với việc trả cổ tức thường xuyên và giá tiêu dùng ổn định [227], đảm bảo cho các cổ đông chính như Dirck Bas trở nên rất giàu có. Ngay từ năm 1650, tổng số tiền chi trả cổ tức đã bằng tám lần đầu tư ban đầu, cho thấy tỷ suất lợi tức hằng năm đạt 27%. [228] Nhưng điều đáng ngạc nhiên là không hề xảy ra hiện tượng *bong bóng* ở Công ty Đông Ấn Hà Lan. Khác với bong bóng hợp đồng tương lai về hoa tulip Hà Lan vào các năm 1636-1637, việc đi lên của giá cổ phiếu VOC diễn ra dần dần, kéo dài trong hơn một thế kỷ, và mặc dù việc suy giảm diễn ra nhanh hơn, nhưng cũng phải mất sáu mươi năm, giá cổ phiếu này mới giảm xuống mức 120 vào tháng 12/1794. Sự thăng trầm này theo sát sự thăng trầm của Đế quốc Hà Lan. Giá cổ phiếu ở các công ty độc quyền thương mại khác, mặc dù bề ngoài tương tự như VOC, lại hết sức khác biệt: chúng tăng vọt và xuống dốc trong thời gian chỉ vài tháng. Để hiểu được tại sao, chúng ta cần phải trở lại với John Law.

Đối với anh chàng nổi loạn người Scotland này, nền tài chính Hà Lan là một phát hiện mới. Law rất thích thú trước mối quan hệ giữa Công ty Đông Ấn, Ngân hàng Giao dịch và thị trường chứng khoán. Luôn bị hấp dẫn bởi những trò cờ bạc, Law thấy Beurs ở Amsterdam còn gây hứng thú hơn mọi sòng bạc. Anh ta kinh ngạc trước những mẹo mực của những người bán khống, lan truyền các tin đồn tiêu cực nhằm làm giảm giá cổ phiếu VOC, hay những chuyên gia buôn gió (*windhandel*), bán với mục đích đầu cơ các cổ phiếu mà thậm chí họ còn không sở hữu. Sáng kiến tài chính có mặt ở khắp nơi. Bản thân Law cũng phát hành chứng khoán cho một kế hoạch tài tình nhằm bảo hiểm cho những người mua xổ số quốc gia của Hà Lan khỏi mua phải xổ số hụt.

Nhưng đối với Law, hệ thống tài chính Hà Lan vẫn chưa thực sự hoàn chỉnh. Trước hết, có vẻ như việc giới hạn số lượng cổ phiếu Công ty Đông Ấn trong khi thị trường quá ưa chuộng nó là một việc làm sai lầm. Law cũng ngạc nhiên trước cung cách bảo thủ của Ngân hàng Giao dịch Amsterdam. Việc phát hành "tiền ngân hàng" của nó đã hết sức thành công, nhưng hầu

hết số tiền này chỉ là các cột số liệu trong sổ sách của ngân hàng. Ngoài hình thức biên nhận cấp cho các thương nhân gửi tiền mặt vào ngân hàng thì số tiền này không hề hiện hữu về mặt vật chất. Một ý tưởng đã bắt đầu hình thành trong đầu óc Law về việc sửa đổi triệt để các định chế này, bằng cách kết các đặc điểm của một công ty độc quyền thương mại với một ngân hàng công phát hành tiền giấy tương tự như Ngân hàng Anh. Law nóng lòng muốn thử nghiệm toàn bộ hệ thống tài chính mới này tại một quốc gia ngờ nghệch nào đó. Nhưng là quốc gia nào?

Đầu tiên, Law thử vận may ở Genoa bằng cách mua bán ngoại tệ và chứng khoán. Ông ta cũng sống một thời gian ở Venice, ban ngày buôn bán, ban đêm đánh bạc. Hợp tác cùng Bá tước Islay, ông ta tạo dựng được một danh mục đầu tư đáng kể trên thị trường chứng khoán London. Việc này cho thấy Law có nhiều mối quan hệ đáng kể. Nhưng cách hành xử của ông ta kéo theo nhiều tai tiếng. Phu nhân Catherine Knowles, con gái Bá tước Banbury, đóng vai vợ ông ta và sinh cho ông hai người con trong khi đã kết hôn với một người đàn ông khác. Năm 1705, ông ta đệ trình lên Quốc hội Scotland việc lập một ngân hàng mới. Ý tưởng này sau đó được xuất bản thành cuốn sách *Money and Trade Considered* (Cân nhắc về tiền tệ và thương mại). Ý tưởng trọng tâm của ông ta là ngân hàng mới này sẽ phát hành các tín phiếu có lãi, đóng vai trò tiền tệ thay thế cho tiền xu. Đề xuất này bị Quốc hội bác bỏ một thời gian ngắn trước khi Đạo luật Hợp nhất với nước Anh có hiệu lực. [229] Thất bại ở quê hương mình, Law đến Turin và năm 1711 được gặp Victor Amadeus II, Quận công Savoy. Trong cuốn *The Piedmont Memorials* (Những bản tấu Piedmont), ông ta một lần nữa cổ xướng ý tưởng tiền giấy. Theo Law, chỉ có lòng tin là cơ sở cho tín dụng nhà nước; nếu có lòng tin, tiền giấy cũng sẽ có tác dụng tương tự như tiền xu. "Tôi đã phát hiện ra bí mật của hòn đá giả kim," ông nói với một người bạn, "nó làm ra vàng từ giấy." [230] Ông Quận công thì e ngại và nói, "Tôi không đủ giàu để tự làm mình sạt nghiệp."

Bong bóng đầu tiên

Tại sao Law lại có cơ hội thử thuật giả kim tài chính của mình trước hết ở nước Pháp? Người Pháp dù sao đi nữa cũng biết rõ ông ta: năm 1708, Quận công Torcy, Ngoại trưởng của Louis XIV đã nhận định ông ta là tay *joueur* (cờ bạc) và có thể còn là gián điệp. Câu trả lời là các khó khăn tài chính của Pháp đang ở tình thế tuyệt vọng. Chìm trong các khoản nợ công khổng lồ - hậu quả các cuộc chiến tranh của Louis XIV, chính phủ Pháp đang ở bờ vực phá sản lần thứ ba trong chưa đầy một thế kỷ. Việc đánh giá lại các khoản nợ của hoàng gia trở nên cần thiết và điều này dẫn đến việc xóa bỏ và giảm đi

nhiều khoản nợ. Trên thực tế đó là sự vỡ nợ một phần. Mặc dù vậy, người ta vẫn phải phát hành thêm 250 triệu tín phiếu có phiếu trả lãi gọi là *billet d'état* để bù đắp cho thâm hụt thanh khoản. [231] Các khó khăn ngày càng nặng nề hơn với nỗ lực giảm khối lượng tiền xu bằng vàng và bạc, và điều này đã đẩy nền kinh tế vào tình trạng suy thoái. Trước tất cả các khó khăn này, Law khẳng định là mình có giải pháp.

Tháng 10/1715, đề xuất đầu tiên của Law về việc thành lập một ngân hàng công phát hành tín phiếu được đệ trình lên hội đồng hoàng gia, nhưng đã bị bác bỏ do sự chống đối của Quận công Noailles trước đề nghị táo tợn của Law rằng ngân hàng này cũng đồng thời đóng vai trò quản lý ngân quỹ cho nhà vua và nhận về tất cả các khoản đóng thuế. Đề xuất thứ hai về một ngân hàng hoàn toàn của tư nhân thành công hơn. Banque Générale được thành lập dưới sự điều hành của Law vào tháng 5/1716. Ngân hàng này được phép phát hành tín phiếu trả bằng hiện vật (vàng hay bạc) trong thời hạn hai mươi năm. Mức vốn của ngân hàng là 6 triệu livre (gồm 1.200 cổ phiếu có trị giá 5.000 livre), trong đó ba phần tư sẽ được trả bằng các *billet d'état* lúc này đã phần nào mất giá (do vậy vốn thực sự của ngân hàng này sẽ vào khoảng 2.850.000 livre). [232] Đây có vẻ như là một dự án nhỏ, nhưng Law đã có sẵn một dự định lớn lao hơn và ông quyết tâm bán ý tưởng đó cho Quận công Orleans, người làm Nhiếp chính vương khi vua Louis XV còn nhỏ. Năm 1717, ông tiến thêm được một bước khi có chiếu chỉ rằng cần dùng tín phiếu của Banque Générale để trả cho tất cả các khoản thuế - biện pháp này ban đầu bị phản đối ở một số nơi nhưng bị chính phủ gần như áp đặt.

Tham vọng của Law là khôi phục niềm tin cho kinh tế ở Pháp bằng cách thành lập một ngân hàng công theo mô hình Hà Lan, nhưng khác biệt ở chỗ ngân hàng này sẽ phát hành tiền giấy. Bởi vì tiền được đầu tư vào ngân hàng nên khoản nợ khổng lồ của chính phủ sẽ được hợp nhất. Đồng thời, tiền giấy sẽ giúp phục hồi nền thương mại ở Pháp và cùng với nó là sức mạnh kinh tế của nước Pháp. "Ngân hàng này không phải là ý tưởng duy nhất và cũng không phải là ý tưởng lớn nhất của tôi," ông ta nói với Nhiếp chính vương. "Tôi sẽ tạo ra một công trình khiến cả châu Âu kinh ngạc bởi những thay đổi mang đến cho nước Pháp - còn lớn lao hơn những thay đổi do việc phát hiện ra Ấn Độ..." [233]

Law đã học tài chính ở nước Hà Lan cộng hòa, nhưng ngay từ đầu ông ta đã nhận ra nước Pháp chuyên chế mới là nơi thích hợp hơn cho cái sẽ được gọi là Hệ thống của ông ta. "Tôi cho rằng," ông ta viết, "một quân vương chuyên chế biết cách điều hành có thể vay mượn nhiều hơn và có được các nguồn vốn có lãi suất thấp hơn so với một vị quân vương bị hạn chế quyền thế." Đó chính là lý thuyết tài chính chuyên chế, dựa trên khẳng định rằng

"trong tín dụng cũng như trong quân sự và lập pháp, quyền lực tối thượng phải thuộc về một người duy nhất". [234] Cốt lõi của vấn đề là làm sao khiến cho tín dụng của hoàng gia lưu thông hiệu quả hơn trước đây, khi nhà vua cứ vay mượn tiền theo kiểu giật gấu vá vai để tài trợ cho các cuộc chiến. Theo kế hoạch của Law, nhà vua sẽ ủy quyền việc vay mượn của mình "cho một công ty thương mại, công ty này sẽ nắm giữ tất cả hàng hóa được mua bán ở vương quốc và toàn bộ sẽ được gộp lại làm một". Như lời của ông ta, toàn bộ quốc gia sẽ "trở thành một tổ chức thương nhân, dùng tiền mặt từ ngân hàng hoàng gia, nhờ đó tất cả các hoạt động thương mại, tiền tệ và hàng hóa được tái hợp nhất trong ngân hàng đó". [235]

Như trường hợp Hà Lan cho thấy, đế quốc đóng vai trò quan trọng trong chiến lược của Law. Theo ông ta, những nỗ lực phát triển các thuộc địa của Pháp là quá khiêm tốn. Do vậy, ông ta đề xuất đảm nhận mối quan hệ thương mại của Pháp với lãnh thổ Louisiana, một mảnh đất mênh mông nhưng hoàn toàn chưa phát triển trải dài từ đồng bằng Mississippi cho tới miền Trung Tây của Mỹ - có diện tích gần bằng một phần tư nước Mỹ ngày nay. Năm 1717, một "Công ty miền Tây" (Compagnie d'Occident) mới thành lập nhận được độc quyền thương mại với Louisiana (cũng như quyền kiểm soát các công việc nội bộ của thuộc địa này) trong thời gian 25 năm. Vốn của công ty này được cố định ở mức 100 triệu livre, một khoản tiền lớn chưa từng thấy ở Pháp. Mỗi cổ phiếu của công ty được định giá 500 livre, và người ta khuyến khích người Pháp, không phân biệt cấp bậc, cũng như người nước ngoài, mua chúng (theo cách trả dần) bằng các *billet d'état*. Những *billet d'état* này sẽ được hoàn trả và hoán đổi thành các *rente* (trái phiếu trọn đời) với lãi suất 4%. Tên của Law đứng đầu danh sách các đốc chính của công ty này.

Quả thực là ban đầu cũng có sự chống đối với Hệ thống của Law. Quận công Saint-Simon đã nhận xét một cách khôn ngoan rằng:

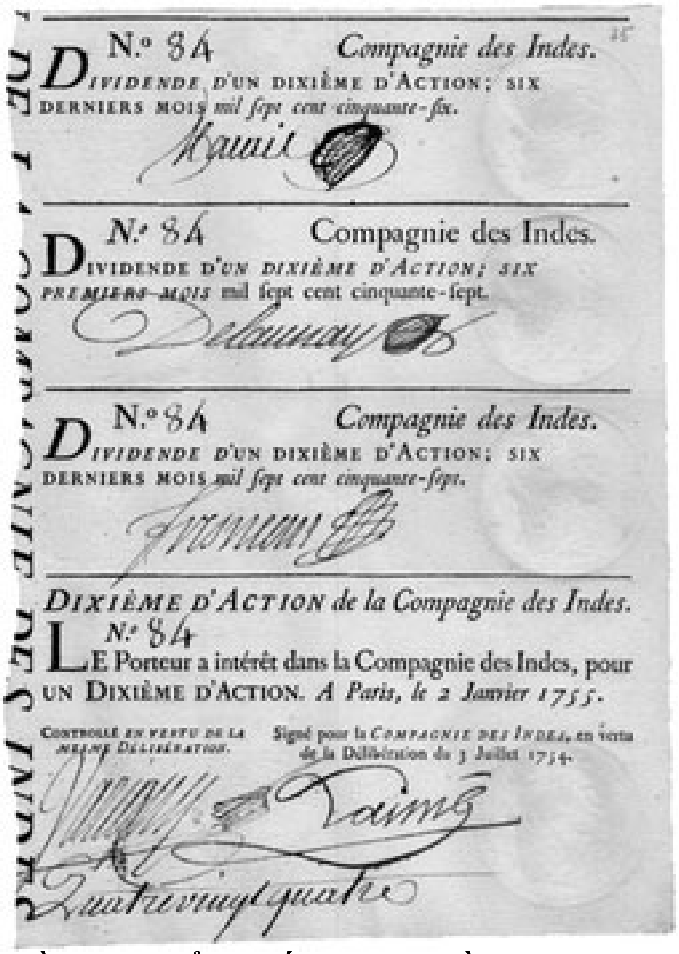
Một tổ chức kiểu này có thể tự thân tốt đẹp, nhưng chỉ trong một nền cộng hòa hay một nền quân chủ như tại Anh, nơi các vấn đề tài chính chỉ được kiểm soát bởi những người cung cấp và họ chỉ cung cấp ở mức nào mà họ cảm thấy thoải mái. Nhưng trong một nhà nước yếu ớt, hay thay đổi và chuyên chế như ở Pháp, hệ thống đó sẽ thiếu tính ổn định; bởi lẽ nhà vua... có thể lật đổ Ngân hàng - cám dỗ quá lớn, đồng thời cũng quá dễ dàng . [236]

Như thể để kiểm nghiệm nhận xét này, vào đầu năm 1718 Nghị viện thành phố Paris đã tấn công quyết liệt Bộ trưởng Tài chính mới René D'Argenson (và cả ngân hàng của Law) sau khi bộ trưởng này ra lệnh giảm giá trị đồng tiền xu 40% và điều này, theo lời Nghị viện phản ánh, đã gây ra "sự hỗn loạn vừa quá lớn vừa khó hiểu đến nỗi người ta không thể biết gì về nó". [237] Trong khi đó, một công ty đối thủ do anh em nhà Pâris lập ra tỏ ra

thành công hơn Công ty miền Tây của Law trong việc thu hút nhà đầu tư. Thế nhưng, đúng với phong cách chuyên quyền, Nhiếp chính vương đã áp đặt đặc quyền của hoàng gia xuôi theo mong muốn và lợi ích của Law. ("Lợi ích của quyền lực chuyên chế thật vĩ đại làm sao" ông ta nhận xét, "đối với một định chế mới hình thành phải chịu nhiều phản đối từ đất nước chưa hoàn toàn quen với nó!") [238] Thêm nữa, từ cuối năm 1718, chính phủ đã trao nhiều đặc quyền cho Công ty miền Tây nhằm làm tăng sức hấp dẫn cho các cổ phiếu của nó. Tới tháng 8, công ty này có quyền thu tất cả thu nhập từ thuốc lá. Trong tháng 12, nó giành được đặc quyền mua bán trước của Công ty Senegal. Nhằm tăng thêm vị thế của Law, ngân hàng Banque Générale được sự chứng nhận của hoàng gia: nó trở thành Banque Royale (Ngân hàng Hoàng gia) vào tháng 12/1718 và trên thực tế trở thành ngân hàng trung ương đầu tiên của nước Pháp. Nhằm làm tăng sức hấp dẫn cho ngân phiếu của nó, các ngân phiếu này có thể được đổi lấy *écu de banque* (tương đương một lượng bạc cố định) hay lấy các *livre tournois* phổ biến hơn (một đơn vị kế toán có giá trị tính ra vàng và bạc không cố định). Tuy nhiên, vào tháng 7, giấy bạc *écu* bị chấm dứt và rút khỏi lưu thông, [239] trong khi một sắc lệnh vào ngày 22/4/1719 chỉ rõ không nên để giấy bạc "giảm giá" định kỳ giống như bạc. [240] Quá trình chuyển đổi từ tiền xu sang tiền giấy đã bắt đầu.

Trong khi đó, Công ty miền Tây tiếp tục mở rộng. Vào tháng 5/1719, công ty này tiếp quản các công ty Đông Ấn và Trung Hoa, để trở thành Công ty Đa Ấn (*Compagnie des Indes*), thường được biết đến với cái tên Công ty Mississippi. Vào tháng 7, Law được đảm bảo sẽ nhận được lợi nhuận từ xưởng đúc tiền hoàng gia trong thời hạn chín năm. Tới tháng 8, ông ta giành được quyền thầu thu thuế gián tiếp từ tay một nhà tài phiệt đối thủ, người nhận được quyền này một năm trước đó. Trong tháng 9, công ty của Law đồng ý cho nhà vua vay 1,2 tỷ livre để trả toàn bộ các khoản nợ của hoàng gia. Một tháng sau đó Law có được quyền kiểm soát đối với nguồn thuế trực thu.

Law tự hào với Hệ thống của mình. Những gì tồn tại trước đây, ông ta viết, không vượt quá "một phương pháp thu và chi". Trái lại, giờ đây, "bạn có một chuỗi các ý tưởng hỗ trợ lẫn nhau, và chúng càng lúc càng thể hiện rõ hơn nguyên tắc xuất phát của chúng". [241] Nói theo ngôn ngữ hiện đại, điều mà Law muốn thực hiện là tăng phát (reflation). Nền kinh tế Pháp đã rơi vào tình trạng suy thoái năm 1716 và việc Law mở rộng cung tiền bằng giấy bạc rõ ràng đã tạo ra được sự kích thích cần thiết. [242]



Đối tượng của đầu cơ: cổ phiếu một phần mười trong Compagnie des Indes (còn được gọi là Công ty Mississippi)

Đồng thời, ông ta cũng cố gắng tìm cách (và không phải không có lý khi làm vậy) biến nợ công khố nặng nề và được quản lý một cách tồi tệ thành cổ phiếu của một công ty tư nhân khổng lồ độc quyền thương mại và thu thuế. [243] Nếu ông ta thành công, những khó khăn tài chính của nền quân chủ Pháp sẽ chấm dứt.

Nhưng Law không biết rõ đâu là điểm dừng. Trái lại, với tư cách cổ đông chính trong một đại công ty, ông ta có lợi ích cá nhân mạnh mẽ trong việc tiếp tục mở rộng tiền tệ mà ngân hàng mình có thể tạo ra, để bơm cho bong bóng tài sản mà ông ta là người được hưởng lợi nhiều nhất. Chuyện này cũng giống như một người cùng một lúc vận hành năm trăm công ty lớn nhất nước Mỹ, cùng Bộ Tài chính Mỹ và Hệ thống Dự trữ Liên bang. Liệu một người như thế có sẵn sàng tăng thuế doanh nghiệp hay tăng lãi suất và đối mặt với rủi ro giảm giá trị danh mục cổ phiếu khổng lồ của ông ta không? Hơn nữa, Hệ thống của Law bắt buộc phải tạo ra bong bóng, nếu không nó sẽ thất bại. Vốn để mua lại hàng loạt các công ty và quyền thầu thuế không phải lấy từ lợi nhuận của công ty mà từ việc phát hành thêm Cổ phiếu mới. Ngày 17/6/1719, Công ty Mississippi phát hành thêm 50.000 cổ phiếu mới với giá 550 livre (mặc dù mỗi cổ phiếu có mệnh giá 500 livre, giống như các cổ phiếu của Công ty miền Tây trước đây). Để đảm bảo thành công cho đợt

phát hành này, Law tự mình đứng ra bảo lãnh cho nó, một canh bạc điển hình mà ngay cả Law cũng phải thú nhận là khiến ông mất ngủ một đêm. Và để tránh lời buộc tội là chỉ mình ông ta sẽ thu lợi nếu giá cổ phiếu tăng, ông dành riêng quyền mua cổ phiếu mới cho các cổ đông hiện tại của Công ty miền Tây (các cổ phiếu này do đó được gọi là "con", trong khi các cổ phiếu trước đây được gọi là "mẹ"). [244] Vào tháng 7/1719, Law phát hành loạt thứ ba gồm 50.000 cổ phiếu (được gọi là cổ phiếu "cháu") - với giá 1.000 livre một cổ phiếu - nhờ đó huy động được 50 triệu livre mà ông ta cần để trả cho xưởng đúc tiền hoàng gia. Theo logic thì việc "pha loãng" các cổ đồng hiện tại như vậy sẽ khiến giá một cổ phiếu phải tụt xuống. Làm thế nào mà Law có thể biện hộ cho giá phát hành tăng gấp đôi?

Bề ngoài, sự "dịch chuyển" giải thích cho giá cổ phiếu tăng lên chính là tiềm năng hứa hẹn về lợi nhuận tương lai có được từ Louisiana. Đó là lý do Law gắng sức vẽ ra viễn cảnh tươi sáng về thuộc địa này như thể đây là vườn Địa đàng thực sự, toàn những người dã man thân thiện cư ngụ và đầy ắp những hàng hóa kỳ thú để chở về Pháp. Để thực hiện việc thông thương, một thành phố vĩ đại mới được xây dựng ở cửa sông Mississippi: đó là New Orleans, được đặt tên như vậy nhằm phỉnh phờ vị Nhiếp chính vương khờ dại. Như chúng ta biết, viễn cảnh đó không phải hoàn toàn không có cơ sở, nhưng để nó trở thành hiện thực thì còn xa lắm. Đúng là người ta đã tuyển mộ vài nghìn người Đức nghèo khổ từ xứ Rhine, Thụy Sĩ và xứ Alsace để định cư ở nơi này. Nhưng khi tới Louisiana, cái mà những người nhập cư kém may mắn này gặp phải là một đầm lầy nóng khủng khiếp và đầy côn trùng. Trong vòng một năm, 80% những người này đã chết vì đói hay vì các bệnh nhiệt đới như sốt vàng da. [245]

Nhưng trong thời gian trước mắt lại phải cần có một loại dịch chuyển mới để giải thích cho khoản cổ tức 40% mà Law đang trả cho các cổ đông. Nó được cung cấp bằng tiền giấy. Từ mùa hè năm 1719, các nhà đầu tư muốn mua cổ phiếu "con" và cổ phiếu "cháu" đã nhận được sự giúp đỡ hào phóng của Banque Royale - ngân hàng này cho phép cổ đông vay tiền và sử dụng cổ tức làm tài sản thế chấp. Số tiền này lại được các cổ đông đầu tư để mua thêm cổ phiếu. Như dự đoán, giá cổ phiếu tăng vọt. Giá các cổ phiếu "mẹ" ban đầu đã đạt mức 2.750 livre vào ngày 1/8, 4.100 vào ngày 30/8 và 5.000 vào ngày 4/9. Việc này khiến Law lại phát hành thêm 100.000 cổ phiếu mới ở mức giá thị trường mới này. Sau đấy, ông ta phát hành thêm hai đợt nữa với cùng số lượng vào ngày 28/9 và ngày 2/10. Sau đó hai ngày lại là một đợt phát hành nhỏ hơn với số lượng 24.000 cổ phiếu (mặc dù những cổ phiếu này không được chào bán cho công chúng). Tới mùa thu năm 1719, giá cổ phiếu đã vượt qua ngưỡng 9.000 livre, và đạt tới đỉnh cao mới (10.025) vào ngày 2/12. Thị trường tương lai không chính thức mua đi bán lại chúng với

giá 12.500 với thời điểm nhận hàng là tháng 3/1720. Tâm lý thị trường lúc này thay đổi một cách chóng mặt từ trạng thái hưng phấn sang trạng thái điên cuồng. [246]

Cũng có một số người cảm thấy có gì đó không ổn. "Có phải tất cả các bạn đều phát điên hết cả ở Paris?" Voltaire viết thư như vậy cho bà Génonville năm 1719. "Đó là một sự hỗn loạn mà tôi không thể nào hiểu được..." [247] Người làm ngân hàng và kinh tế gia người Ireland Richard Cantillon tin chắc rằng Hệ thống Law sẽ vỡ tung nên đã bán tất cả tài sản và rời khỏi Paris từ đầu tháng 8/1719. [248] Từ London, Daniel Defoe tỏ ra ngán ngẩm: người Pháp chẳng qua đã "thổi phồng một mảnh khí linh luyện". Sự nghiệp của Law - ông nhạo báng - cho thấy có một cách thức mới để thành công trong đời:

Bạn cần phải đeo kiếm, giết một vài anh chàng tán gái, bị tống vào [nhà tù] Newgate, bị kết án treo cổ, trốn ngục nếu có thể - hãy nhớ cho rõ việc đó *- đến một nước xa lạ nào đó, trở thành nhà môi giới chứng khoán, lập ra cổ phiếu Mississippi, tạo ra bong bóng từ cả một quốc gia, và bạn sẽ nhanh chóng trở thành một người vĩ đại; chỉ cần bạn cực kỳ may mắn...* [249]



Màn kết thúc trò diễn trên phố Quincampoix, 1719, trong cuốn Cảnh tượng ngu xuẩn vĩ đại, được xuất bản tại Amsterdam một năm sau đó

Nhưng một số lớn những người Paris giàu có đã bị Law chinh phục. Với vô khối tiền mặt tự làm ra, ông ta hứa hẹn sẽ trả tiền lương hưu còn thiếu cho họ, thậm chí còn hứa trả trước lương hưu - đó là cách chắc chắn nhằm tạo ra sự ủng hộ trong những tầng lớp giàu có. Tới tháng 9/1719, đá có hàng trăm người xúm đông xúm đỏ trên phố Quincampoix, một con phố hẹp nằm giữa phố St Martin và phố St Denis, nơi công ty đặt trụ sở phòng phát hành cổ phiếu. Một viên lục ký ở sứ quán Anh mô tả con đường này "đông nghịt từ mờ sáng cho tới đêm, toàn các hoàng tử và công chúa, quận công, huân tước và nữ bá tước..., nói tóm lại là toàn giới tinh hoa ở Pháp. Bọn họ bán điền sản và mang đồ trang sức đi cầm để mua cổ phiếu Mississippi." [250] Phu nhân Mary Wortley Montagu đến thăm Paris năm 1719 và đã "sung sướng... khi thấy một người Anh (hay ít ra là một thần dân Đế chế Anh) ở Paris, tôi muốn nói là ông Law, đối xử với các quận công và huân tước nơi này một cách hết sức *de haut en bas* [trịch thượng] trong khi bọn họ hết sức cung kính và quy thuận ông ta. Những Linh hồn tội nghiệp !" [251] Cũng chính trong cái thời bốc đồng này mà từ triệu phú (*millionaire*) lần đầu được nhắc đến. (Cũng giống như doanh nhân, các triệu phú là phát minh của nước Pháp.)

Không có gì đáng ngạc nhiên khi ngày 10/12, người ta lần đầu nhìn thấy John Law dự lễ Mixa sau khi đã cải sang đạo Công giáo để có thể nắm chức vụ trong cơ quan chính quyền. Ông ta có nhiều lý do để tạ ơn đấng Hóa công. Khi được bổ nhiệm làm Tổng quản Tài chính vào một tháng sau đó thì thành công của ông ta đã hoàn tất. Giờ đây, ông nắm giữ:

toàn bộ các khoản thuế gián thu của nước Pháp; tất cả các khoản nợ quốc gia của Pháp;

26 kho đúc tiền, đúc tiền vàng và bạc cho nước Pháp; vùng đất thuộc địa Louisiana;

Công ty Mississippi, nắm độc quyền nhập khẩu và bán thuốc lá;

giao thương lông thú giữa Pháp và Canada; và toàn bộ giao thương giữa Pháp với châu Phi, châu Á và Đông Ấn.

Thêm vào đó, cá nhân Law còn sở hữu:

Khách sạn de Nevers nằm trên phố Richelieu (nay là Thư viện Quốc gia Pháp);

Cung điện Mazarin, nơi Công ty đặt văn phòng; hơn một phần ba các tòa nhà tại quảng trường Vendôme (lúc đó có tên là quảng trường Louis le Grand); hơn 12 lãnh địa tại nông thôn; vài đồn điền tại Louisiana; và 100 triệu livre giá trị cổ phiếu Công ty Mississippi. [252]

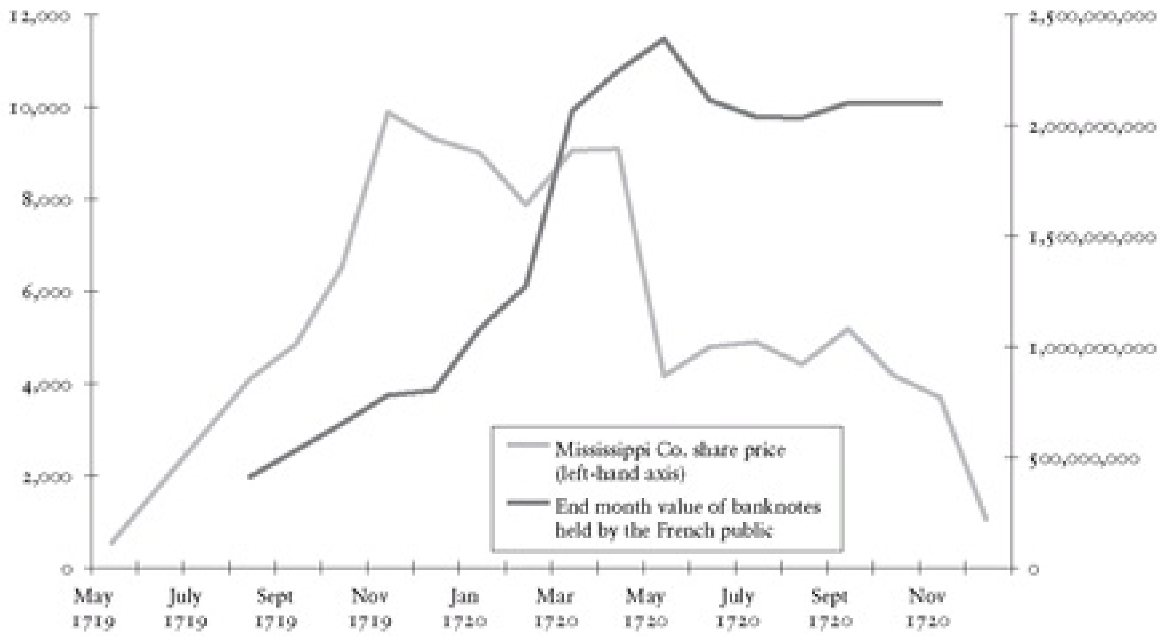
Louis XIV của nước Pháp từng nói "*L'état, c'est moi*": Ta là nhà nước.

John Law cũng hoàn toàn có thể nói "*L'économie, c'est moi*": Ta là nền kinh tế.

Trên thực tế, John Law ưa đánh bạc hơn là cầu nguyện. Chẳng hạn, tháng 3/1719, ông ta đá cược với Quận công Bourbon 10.000 đồng louis vàng rằng sẽ không có thêm băng giá trong mùa đông hay mùa xuân năm đó (và ông ta thua). Trong một dịp khác, ông ta đánh cược 10.000 ăn 1 rằng một người bạn sẽ không thể quăng sáu con súc sắc được tổng số điểm xác định từ trước. (Có lẽ ông ta thắng trong lần này, bởi lẽ xác suất thành công trong trường hợp này là 66 trên 1, hay 46.656 trên 1.) Nhưng cuộc đánh cược lớn nhất của ông ta là với chính Hệ thống của mình. Các cuộc "đàm luận thường ngày" của Law - một nhà ngoại giao Anh nhận xét một cách bất an vào tháng 8/1719 - là về việc ông ta sẽ "nâng nước Pháp lên cao hơn bao giờ hết, đưa nó vào vị thế có thể trao luật pháp cho cả châu Âu; rằng ông ta có thể phá hoại nền thương mại và tín dụng của Anh và Hà Lan bất cứ khi nào ông ta muốn; rằng ông ta sẽ phá vỡ các ngân hàng cũng như Công ty Đông Ấn của chúng ta, bất cứ khi nào ông ta thích." [253] Nói đâu đặt đó, Law đã đánh cược với Thomas Pitt, Bá tước Londonderry (và là chú của Thủ tướng William Pitt), rằng các cổ phiếu của Anh sẽ giảm giá trong năm sau đấy. Ông ta bán khống số cổ phiếu có giá trị 100.000 bảng Anh của Công ty Đông Ấn để nhận lấy 180.000 bảng Anh (tức là với giá 180 bảng trên một cổ phiếu, hay cao hơn mệnh giá 80%) với thời hạn giao cổ phiếu là ngày 25/8/1720. [254] (Giá cổ phiếu vào cuối tháng 8/1719 là 194 bảng, phản ánh ước đoán của Law rằng cổ phiếu sẽ giảm giá 14 bảng.)

Thế nhưng không thể duy trì mãi trò lừa bịp chiếm vị trí trung tâm tạo ra lòng tin đặt vào Law. Từ trước khi ông ta được bổ nhiệm làm Tổng quản Tài chính, đã xuất hiện những dấu hiệu đầu tiên của giai đoạn thứ tư trong chu trình bong bóng năm giai đoạn. Khi giá cổ phiếu Mississippi bắt đầu giảm vào tháng 12/1719, chạm mức 7.930 livre vào ngày 14/12, Law đã dùng một trong số rất nhiều các công cụ giả tạo nhằm đẩy giá lên. Ông ta cho mở một văn phòng nằm trong Banque Royale; văn phòng này bảo đảm sẽ mua (và bán) cổ phiếu ở mức giá sàn 9.000 livre. Như thể để đơn giản hóa vấn đề, ngày 22/2/1720, Công ty của Law thông báo sẽ thâu tóm cả Banque Royale. Law cũng tạo ra các quyền chọn (*prime*) có giá 1.000 livre. Công cụ này cho phép chủ của nó có thể mua cổ phiếu với giá 10.000 livre trong vòng sáu tháng sau đó (và do đó, giá thực sự sẽ là 11.000 livre, cao hơn 900 livre so với mức giá đỉnh điểm 10.100 livre đạt được vào ngày 8/1). Các biện pháp này có tác dụng đủ để duy trì giá cổ phiếu ở mức trên 9.000 livre cho tới giữa tháng 1 (mặc dù giá sàn khiến cho các quyền chọn trở nên vô giá trị; với bản tính hào phóng, Law liền cho phép những người sở hữu quyền chọn được đổi chúng thành cổ phiếu theo tỷ lệ 10 *prime* lấy một cổ phiếu).

Bong bóng Mississippi: Tiền và giá cổ phiếu (tính bằng livre)



Tuy nhiên, lúc này lạm phát đang tăng một cách đáng ngại ở bên ngoài thị trường chứng khoán. Tại mức đỉnh cao vào tháng 9/1720, giá cả ở Paris cao xấp xỉ hai lần so với hai năm trước đó, và hầu hết giá tăng đều diễn ra trong mười một tháng trước đấy. Sự kiện này phản ánh mức tăng bất thường số giấy bạc lưu hành của Law. Trong vòng chỉ hơn một năm, ông ta đã tăng lượng tiền giấy lên gấp đôi. Tới tháng 5/1729, tổng lượng cung tiền (bao gồm giấy bạc ngân hàng và các cổ phiếu do công chúng nắm giữ, bởi lẽ những cổ phiếu này có thể chuyển thành tiền mặt tùy thích) nhiều hơn xấp xỉ bốn lần (tính theo đơn vị livre) so với tổng số tiền bằng vàng và bạc mà nước Pháp sử dụng trước đây. [255] Không có gì lạ khi lúc này, một số người bắt đầu dự đoán là giấy bạc sẽ mất giá và bắt đầu chuyển sang chi trả bằng vàng và bạc. Luôn chủ trương chuyên chế, phản ứng đầu tiên của Law là cưỡng bách. Các giấy bạc ngân hàng được tuyên bố là các đồng tiền pháp định. Việc xuất khẩu vàng và bạc, cũng như sản xuất và buôn bán các đồ vật bằng vàng và bạc bị cấm. Cho tới nghị quyết ngày 27/2/1720, sở hữu nhiều hơn 500 livre tiền kim loại đối với thường dân là bất hợp pháp. Chính quyền có quyền cưỡng chế bằng cách khám xét nhá của dân chúng. Voltaire gọi đây là "một đạo luật bất công nhất từng được ban hành" và là "giới hạn cuối cùng của sự phi lý độc tài". [256]

Cùng lúc ấy, Law không ngừng đùa cợt với tỷ giá giữa giấy bạc với vàng và bạc. Ông ta thay đổi giá vàng 28 lần và giá bạc tận 35 lần từ tháng 9/1719 tới 12/1720 trong cố gắng làm cho giấy bạc trở nên hấp dẫn công chúng hơn so với tiền kim loại. Nhưng một chuỗi quy định đôi khi mâu thuẫn nhau như vậy chỉ làm công chúng thêm bối rối và minh họa cho xu hướng của chế độ chuyên chế tự đặt ra những quy luật kinh tế phù hợp cho mình. "Bằng một

phép lạ bí mật hoàn toàn mới," một nhà quan sát nhận xét sau đó, "các từ ngữ tập hợp lại thành những đạo luật không ai hiểu nổi, và bầu không khí đầy ắp những ý tưởng tối tăm và hão huyền." [257] Vàng và bạc được tự do xuất khẩu hôm trước và bị cấm hôm sau. Giấy bạc được in hết công suất trong hôm trước, nhưng đến hôm sau Law lại tìm cách hạn chế lượng cung tiền giấy ở mức 1,2 triệu livre. Hôm trước, giá sàn cổ phiếu Mississippi là 9.000 livre cho một cổ phiếu; tới hôm sau thì giá sàn không còn. Khi giá sàn bị xóa bỏ ngày 22/2, giá cổ phiếu giảm mạnh như dự đoán. Cho tới cuối tháng đó, giá cổ phiếu chỉ còn 7.825 livre. Ngày 5/3, có lẽ do áp lực của Nhiếp chính vương, Law lại thực hiện một cú lộn ngược khác, áp dụng lại giá sàn 9.000 livre và tái mở cửa văn phòng để mua cổ phiếu với mức giá này. Nhưng điều này có nghĩa là một lần nữa cái nắp chặn trên lượng cung tiền lại được gỡ ra - bất chấp lời khẳng định trong cùng sắc lệnh rằng "tiền giấy là thứ tiền không thể thay đổi giá trị", và bất chấp cam kết trước đó neo giữ cung tiền giấy ở mức 1,2 triệu livre. [258] Tới lúc này, các nhà đầu tư khôn ngoan đều rất mừng được đổi mỗi cổ phiếu của họ lấy 9.000 livre tiền mặt. Từ tháng 2 tới tháng 5/1720, lượng tiền giấy do công chúng nắm giữ tăng 94%. Trong cùng thời gian đó, lượng cổ phiếu do công chúng nắm giữ giảm xuống còn chưa đầy một phần ba tổng lượng cổ phiếu được phát hành. Và tất nhiên là chẳng bao lâu sau, toàn bộ số cổ phiếu sẽ đổ về Công ty, tạo ra một trận lụt tiền giấy mới và làm cho lạm phát tăng mạnh.

Ngày 21/5, trong cố gắng tuyệt vọng nhằm tránh đổ vỡ, Law yêu cầu Nhiếp chính vương ban hành một sắc lệnh giảm phát, giảm giá chính thức cổ phiếu của công ty từng tháng một từ 9.000 livre xuống còn 5.000 livre và đồng thời, giảm một nửa lượng tiền giấy đang lưu hành. Ông ta cũng giảm giá tiền giấy, và như thế là bãi bỏ mệnh lệnh trước đó bảo đảm điều này sẽ không xảy ra. Đến đây thì những hạn chế của chủ nghĩa chuyên chế hoàng gia, nền tảng cho Hệ thống của Law, trở nên rõ ràng. Sự phẫn nộ đến kích động của công chúng đã buộc chính phủ phải bãi bỏ các biện pháp này chỉ 6 ngày sau khi ban bố. Nhưng tới lúc này thì tổn thất lòng tin vào Hệ thống đã không thể cứu vãn được nữa. Sau mấy ngày đầu phẳng lặng, giá cổ phiếu giảm không phanh từ 9.005 livre (ngày 16/5) xuống 4.200 (ngày 31/5). Các đám đông giận dữ tụ tập xung quanh Ngân hàng, khiến Ngân hàng khó lòng thỏa mãn nhu cầu trao đổi tiền của họ. Người ta ném đá vỡ cửa sổ. 'Tổn thất lớn nhất' theo một nhà quan sát người Anh, "thuộc về những người dân của đất nước này và ảnh hưởng tới tất cả tầng lớp và tôn ti trật tự. Không thể diễn tả được hết sự bối rối và tuyệt vọng tột bậc chung của họ lúc này; và các vị hoàng thân quốc thích cũng như tất cả những người có tiếng tăm đều lên tiếng mạnh mẽ phản đối nó." [259] Law bị lên án công khai tại cuộc họp đặc biệt của Quốc hội. Nhiếp chính vương thoái lui, bãi bỏ sắc lệnh ngày 21/5.

Law xin từ chức nhưng lại bị bãi nhiệm thẳng thừng ngày 29/5. Ông ta bị giam lỏng tại nhà và những kẻ thù muốn ông bị tống vào ngục Bastille. Lần thứ hai trong đời mình, Law phải đối mặt với tù đày, và thậm chí có thể là cái chết. (Một ủy ban điều tra nhanh chóng tìm ra chứng cớ cho thấy việc phát hành tiền giấy của Law đã vượt quá ngưỡng cho phép và do đó có căn cứ để khởi tố.) Banque Royale đóng cửa.

John Law giỏi thoát tội không kém gì giỏi những trò lừa. Người ta nhanh chóng nhận ra rằng ông ta là người duy nhất có thể giúp hệ thống tài chính không hoàn toàn sụp đổ - bởi trên thực tế, đó chính là Hệ thống của ông ta. Việc ông ta trở lại nắm quyền lực (trong cương vị khiêm tốn hơn là Tổng quản Thương mại) khiến thị trường cổ phiếu lên lại, trong đó cổ phiếu của Công ty Mississippi lên lại mức 6.350 livre vào ngày 6/6. Tuy nhiên, đây chỉ là van xả tạm thời. Ngày 10/10, chính phủ buộc phải tái sử dụng vàng và bạc cho các giao dịch trong nước. Giá cổ phiếu Mississippi quay lại đà sụt giảm không lâu sau đó, tụt xuống 2.000 livre trong tháng 9 và 1.000 trong tháng 12. Cơn hoảng loạn cùng cực đã không thể trì hoãn được nữa. Chính tại thời điểm này, Law - bị người dân coi là tội phạm và bị báo chí đả kích - rốt cuộc đã trốn khỏi nước Pháp. Ông ta có "buổi chia tay cảm động" với Quận công Orleans trước khi đi. "Thưa ngài," Law nói, "tôi thừa nhận là tôi đã phạm phải những sai lầm trầm trọng. Đó là bởi tôi cũng chỉ là con người, và tất cả mọi người đều có thể mắc sai lầm. Nhưng tôi xin tuyên bố là không có bất cứ hành động nào của tôi lại xuất phát từ ác tâm hay tính thiếu thành thực, và người ta sẽ không thể nào tìm thấy những tính cách đó trong toàn bộ việc làm của tôi." [260] Dẫu vậy, vợ và con ông ta vẫn không được phép rời khỏi nước Pháp trong khi ông ta đang bị điều tra.

Như thể bị kiếm chọc vào, Bong bóng Mississippi lúc này đã vỡ, và âm thanh từ sức ép của vụ nổ vang vọng khắp châu Âu. Một nhà đầu tư Hà Lan tức giận đến nỗi ông ta đặt hàng từ Trung Quốc một loạt những chiếc đĩa để mỉa mai. Một đĩa có khắc dòng chữ: "Lạy Chúa, tất cả cổ phiếu của tôi đều vô giá trị!" Một dòng chữ khác còn trực diện hơn: "Cổ phiếu cứt, buôn bán gió." Với các nhà đầu tư Amsterdam, công ty của Law không khác gì buôn bán gió cả - trái ngược hoàn toàn với Công ty Đông Ấn Hà Lan buôn bán hiện vật như hương liệu và quần áo. Trong một tờ rơi biếm họa của Hà Lan, người ta viết:

Đây là mảnh đất Mississippi tuyệt vời
Nổi tiếng bởi những thương vụ cổ phiếu
Bằng lừa đảo và gian manh
Đã phá tan biết bao kho báu
Dù người ta coi chúng thế nào
Chúng chỉ là gió, là khói, không gì hơn.

Một loạt bản khắc mang tính ngụ ngôn hài hước được làm ra và lưu hành

với tên gọi *Cảnh tượng ngu xuẩn vĩ đại*, mô tả những nhà môi giới chứng khoán cởi truồng đang ăn tiền xu và đại tiện ra cổ phiếu Mississippi; các nhà đầu tư điên loạn đang chạy tất tưởi trên phố Quincampoix, trước khi bị lôi tới nhà thương điên; và Law mãn nguyện băng qua những lâu đài lơ lửng trên không, trên một cỗ xe được hai con gà trống xứ Gô-loa ướt rượt kéo. [261]

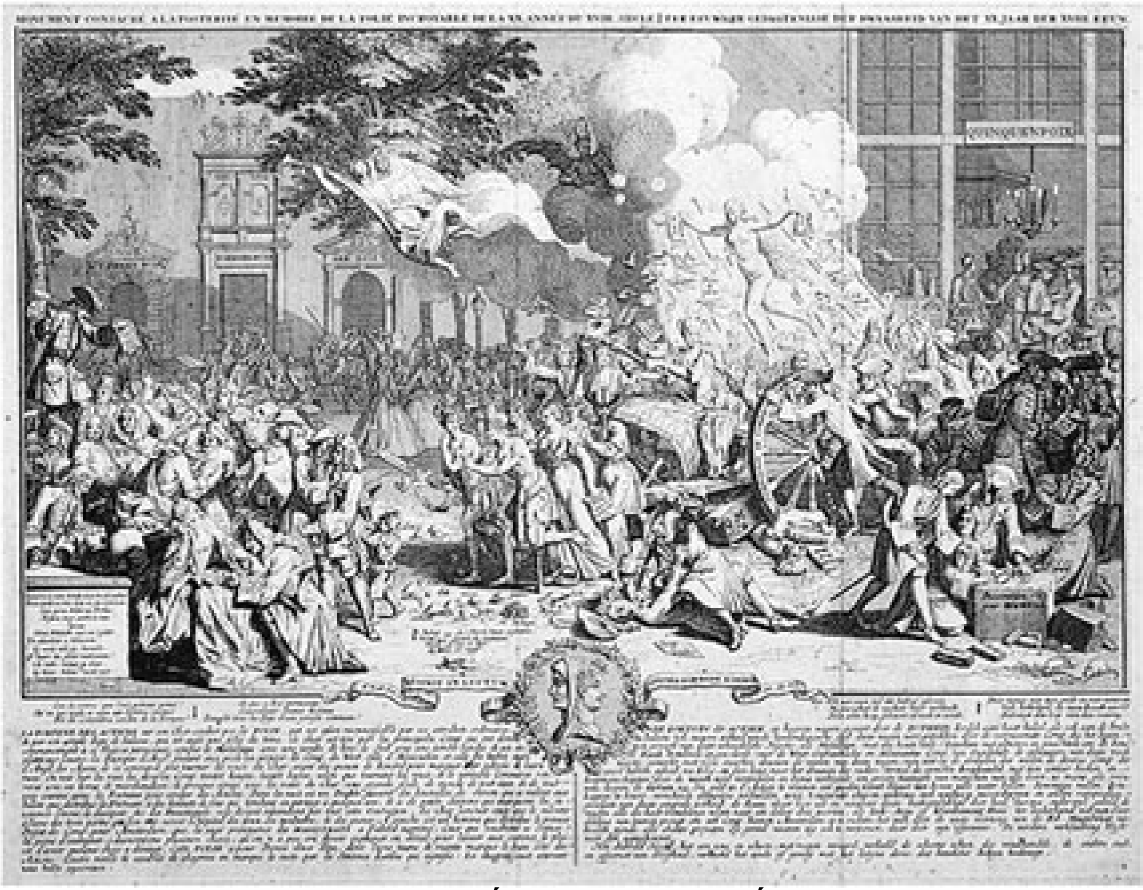
Bản thân Law khi ra đi cũng không hoàn toàn thoát khỏi thiệt hại về mặt tài chính. Ông ta rời khỏi nước Pháp trong tình trạng tay trắng, bởi đã đánh cuộc với Londonderry rằng cổ phiếu của Công ty Đông Ấn Anh sẽ giảm xuống mức 180 bảng. Tới tháng 4/1720, giá cổ phiếu này lại tăng lên 235 bảng Anh và tiếp tục tăng khi các nhà đầu tư tháo chạy khỏi thị trường Paris để đến bến cảng London có vẻ an toàn hơn (cho dù thị trường này lúc đó cũng đang rơi vào Bong bóng South Sea ngoạn mục không kém). Tới tháng 6, giá cổ phiếu ở mức 420 bảng, rồi giảm chút ít xuống còn 345 bảng vào tháng 8 là thời điểm hết hạn trò cá cược của Law. Chủ ngân hàng tại London của Law, ông George Middleton, cũng phá sản trong khi cố gắng thực hiện các nghĩa vụ nợ thuộc về khách hàng của mình. Tuy nhiên, những tổn hại cho nước Pháp không chỉ đơn thuần là về mặt tài chính. Bong bóng của Law và cú vỡ định mệnh của nó đã đẩy lùi sự phát triển tài chính cúa Pháp, khiến người Pháp không dùng tiền giấy và thị trường chứng khoán trong nhiều thế hệ. Khủng hoảng tài khóa của vương triều Pháp vẫn không thể được khắc phục, và cho tới hết thời kỳ trị vì của Louis XV cùng người kế nhiệm, Louis XVI, nhà vua phải sống theo kiểu giật gấu vá vai, lê qua các cải cách thất bại cho tới chỗ phá sản hoàng gia, và cuối cùng dẫn đến cách mạng. Có lẽ tầm vóc của thảm họa này được mô tả tốt nhất trong tác phẩm tranh khắc *Tượng đài Hiến dâng Hậu thế* (1721) của họa sĩ Bernard Picart. Ở bên tay trái là cảnh đội ngũ các nhà đầu tư Hà Lan không xu dính túi u sầu tiến vào bệnh viện, trại tâm thần và nhà tế bần. Nhưng cảnh tượng Paris ở bên tay phải mới thực sự là thảm họa. Một cơn mưa của Thần Tài rải xuống các cổ phiếu và quyền chọn Mississippi cho một đám đông túa ra từ phố Quincampoix, trong khi một chiếc xe do người da đỏ kéo chèn lên mình một kế toán viên bằng bánh xe khổng lồ của vận mệnh và hai người đàn ông đang cãi vã ở phía trước. [262]



Các nhà môi giới đang hiến tiền thành cổ phiếu Mississippi và gió: tranh khắc trong Cảnh tượng ngu xuẩn vĩ đại (1720)

Ở Anh, trái lại, Bong bóng South Sea xảy ra đồng thời với nó có quy mô nhỏ hơn nhiều và số người bị thiệt hại cũng ít hơn - và một lý do quan trọng là do Công ty South Sea chưa bao giờ kiểm soát Ngân hàng Anh quốc tương tự như Law kiểm soát Banque Royale. Thực chất, kế hoạch South Sea của John Blunt - người có vai trò giống như Law ở Anh - là biến nhiều loại nợ chính phủ khác nhau, hầu hết đều được tạo ra để tài trợ cho Chiến tranh Kế vị Tây Ban Nha, thành cổ phiếu của một công ty đã được phép độc quyền buôn bán với Đế quốc Tây Ban Nha ở Nam Mỹ. Sau khi đã đồng ý về giá chuyển đổi của lợi tức thường niên và các công cụ nợ khác, các giám đốc Công ty South Sea sẽ được hưởng lợi nếu họ có thể khiến những người đang nắm giữ lợi tức thường niên của chính phủ chấp nhận đổi lấy cổ phiếu South Sea ở mức giá thị trường cao, bởi vì điều này cũng có nghĩa là các giám đốc này sẽ có một lượng cổ phiếu dư thừa để bán cho công chúng. [263] Họ đã thành công trong việc này khi sử dụng các thủ thuật tương tự như Law ở Paris. Các cổ phiếu được chào bán cho công chúng thành bốn đợt, với giá tăng từ 300 bảng một cổ phiếu vào tháng 4/1720 lên mức 1.000 bảng vào tháng 6. Hình thức trả góp được chấp nhận, cổ phiếu cũng có thể được sử dụng làm thế chấp cho các khoản vay. Các khoản cổ tức nhiều nhận được chi trả. Hưng phấn dần nhường chỗ cho điên cuồng: như nhà thơ Alexander Pope từng nhận xét, thật là "xấu hổ (trong Thời đại của Hy vọng và Núi

Vàng) nếu không thử Vận may". [264]



Bernard Picart, Tượng đài Hiến dâng Hậu thế (1721)

Tuy nhiên, khác với Law, Blunt và các cộng sự của ông đã vấp phải sự cạnh tranh từ phía Ngân hàng Anh, phía này đã nâng mức độ ưu đãi cho những người hưởng niên kim. Khác với Law, họ còn vấp phải sự đối lập chính trị của các thành viên đảng Whig [265] ở Nghị viện, việc đó đã đẩy cao mức hối lộ mà họ phải trao để có được một dự luật thuận lợi (chỉ riêng Bộ trưởng Tài chính đã kiếm được 249.000 bảng từ các hợp đồng cổ phiếu của mình). Và khác với Law, họ đã không thể nào tạo lập được vị thế độc quyền trên thị trường chứng khoán và thị trường tín dụng. Ngược lại, đã có một số lượng lớn các công ty mới - tổng cộng là 190 - tìm cách thu hút vốn trong năm 1720, khiến các giám đốc của South Sea buộc phải yêu cầu đồng minh của mình trong Nghị viện thông qua cái về sau gọi là Đạo luật Bong bóng nhằm hạn chế sự gọi vốn của công ty mới. [266] Đồng thời khi nhu cầu về tiền mặt xuất hiện bởi đợt quyên góp vốn cổ phần lần thứ ba của South Sea vượt quá nguồn lực của thị trường tiền tệ, các giám đốc đã không thể làm gì hơn để bơm thêm thanh khoản; thực sự thì ngân hàng của South Sea là Công ty Sword Blade đã sụp đổ vào ngày 24 tháng 9. (Khác với Ngân hàng Anh, và khác với Banque Royale, các kỳ phiếu của ngân hàng này không phải là đồng tiền pháp định.) Cơn điên cuồng trong tháng 5 và tháng 6, sau đó là quãng nghỉ u ám vào tháng 7 (khi những người tay trong và những kẻ đầu cơ nước ngoài thu lợi nhuận của mình), lại được tiếp tục bởi cơn hoảng loạn

trong tháng 8. "Hầu hết mọi người đều cho rằng điều đó sẽ lại đến," nhà văn Swift đang ở cảnh bần hàn và lúc này còn trở nên nghèo hơn, đã rên rỉ, "song không một ai sẵn sàng chuẩn bị cho điều đó, không một ai nghĩ rằng điều đó sẽ đến *như một tên trộm trong đêm* [267], nó cũng đến bất thình lình đúng như cái chết." [268]

Song thiệt hại gây ra bởi sự vỡ bong bóng ở phía bên này eo biển đỡ tai hại hơn nhiều. Tính từ mức bình giá cho tới đỉnh, giá đã tăng gấp 9,5 lần trong trường hợp cổ phiếu của South Sea so với 19,6 lần trong trường hợp cổ phiếu của Mississippi. Các cổ phiếu khác (của Ngân hàng Anh và Công ty Đông Ấn) tăng với bội số nhỏ hơn rất nhiều. Khi giá chứng khoán quay trở về giá trị thực ở London, đã không xảy ra thiệt hại mang tính hệ thống và kéo dài đối với hệ thống tài chính, ngoại trừ sự hạn chế đối với việc hình thành các công ty cổ phần tương lai được nêu trong Đạo luật Bong bóng. Bản thân Công ty South Sea vẫn tiếp tục tồn tại; việc chuyển đổi nợ chính phủ không bị đảo ngược; các nhà đầu tư nước ngoài không ngoảnh mặt đi trước chứng khoán Anh. [269] Trong lúc cả nước Pháp bị tác động bởi cuộc khủng hoảng lạm phát mà Law đã châm ngòi thì nước Anh tỉnh lẻ dường như chịu ảnh hưởng rất ít từ vụ đổ vỡ của South Sea. [270] Trong câu chuyện về hai bong bóng này, chính nước Pháp đã phải lâm vào cảnh tồi tệ nhất.

Chứng khoán lên và xuống

Ngày 16/10/1929, giáo sư kinh tế của trường Đại học Yale là Irving Fisher tuyên bố rằng giá chứng khoán Mỹ đã "đạt tới mức trông giống như một trạng thái ổn định lâu dài ở mức cao". [271] Tám ngày sau đó vào "thứ Năm đen tối", Chỉ số Trung bình Công nghiệp Dow Jones đã giảm mất 2%. Đó chính là thời điểm mà người ta thường nói sự đổ vỡ của Phố Wall bắt đầu, mặc dù trên thực tế thì thị trường đã đi xuống từ đầu tháng 9 và sụt giảm mạnh 6% vào ngày 23/10. Vào "thứ Hai đen tối" (28/10), thị trường mất 13%; ngày hôm sau lại mất thêm 12%. Trong suốt ba năm sau đó, thị trường chứng khoán Mỹ đã sụt giảm chóng mặt đến 89% và chạm đáy vào tháng 7/1932. Chỉ số thị trường đã không lấy lại được mức đỉnh của năm 1929 cho đến tận tháng 11/1954. Điều tệ hại hơn là sự mất giá tài sản này đã xảy ra đồng thời, nếu như không phải là nguyên nhân thực sự gây ra cuộc suy thoái tồi tệ nhất trong toàn bộ lịch sử. Ở Mỹ, tổng sản lượng sụt giảm một phần ba. Thất nghiệp lên tới một phần tư lực lượng lao động dân sự, và gần bằng một phần ba nếu sử dụng định nghĩa hiện đại. Đó là một thảm họa toàn cầu, giá cả và sản lượng bị sụt giảm ở hầu hết các nền kinh tế trên thế giới, mặc dù chỉ có ở Đức là sự suy thoái tồi tệ ngang với Mỹ. Thương mại

thế giới sụt giảm tới hai phần ba do các nước đều tìm cách giấu mình một cách vô ích phía sau các hàng rào thuế quan và hạn ngạch nhập khẩu. Hệ thống tài chính quốc tế đã sụp đổ tan tành trong mớ hỗn độn các vụ vỡ nợ, kiểm soát luồng vốn và phá giá đồng tiền. Chỉ riêng có Liên Xô với một nền kinh tế kế hoạch hóa tự cung tự cấp là không bị ảnh hưởng. Tại sao điều đó lại xảy ra?

Một số thảm họa tài chính có các nguyên nhân rõ ràng. Người ta có thể cho rằng một cuộc đổ vỡ thị trường chứng khoán tồi tệ hơn nhiều đã xảy ra vào cuối tháng 7/1914, khi Thế chiến thứ nhất bùng nổ đã dẫn tới sụp đổ toàn diện đến nỗi các thị trường chứng khoán chủ chốt trên thế giới - kể cả thị trường New York - chỉ còn cách buộc phải đóng cửa. Và các thị trường đó tiếp tục đóng cửa từ tháng 8/1914 cho đến cuối năm 1914. [272] Song đó là tác động của cuộc chiến tranh thế giới đã giáng xuống các thị trường tài chính như một tiếng sét ngang tai. [273] Còn vụ sụp đổ tháng 10/1929 thì khó giải thích hơn nhiều. Trang nhất của tờ *New York Times* số ra hôm trước ngày thứ Năm đen tối đăng các bài viết về sự thất vị của Thủ tướng Pháp Aristide Briand và cuộc bỏ phiếu tại Thượng viện Mỹ về thuế nhập khẩu hóa chất. Đôi khi các nhà sử học xem sự bế tắc của Đức không trả nổi các khoản bồi thường sau Thế chiến thứ nhất và sự gia tăng của chủ nghĩa bảo hộ Mỹ là ngòi châm cho cuộc Đại Suy thoái. Song trang báo đó cũng đăng ít nhất bốn tin về các cơn bão mạnh đã phá tan hoang vùng ven biển miền Đông vào ngày hôm trước. [274] Có lẽ các nhà sử học cần phải đổ lỗi sự sụp đổ Phố Wall cho thời tiết xấu. (Đây có lẽ cũng không phải là một giả thuyết quá cường điệu. Nhiều người kỳ cựu ở khu City của London hiện vẫn còn nhớ rằng thứ Hai đen tối - ngày 19/10/1987 - đã đến ngay sau trận bão cuồng phong bất ngờ quét xuống vùng đông nam nước Anh vào thứ Sáu trước đó.)

Những người đương thời cảm nhận là có yếu tố tâm lý trong cuộc khủng hoảng. Trong bài diễn văn nhậm chức của mình, Tổng thống Franklin Roosevelt đã nêu ra điều duy nhất mà mọi người Mỹ cần phải sợ chính là "'nỗi sợ hãi". John Maynard Keynes đã nói về "sự suy sụp của những chức năng vô hình trong tâm não". Song cả hai người đều ám chỉ rằng cuộc khủng hoảng một phần được gây nên bởi các sai phạm về tài chính. Roosevelt đã chỉ trích "những kẻ đổi tiền vô đạo đức" ở Phố Wall; trong cuốn *General Theory* (Lý thuyết tổng quát) của mình, Keynes đã ví thị trường chứng khoán như một sòng bạc.

Xét ở khía cạnh nào đó, có thể lập luận rằng cuộc Đại Suy thoái có nguyên nhân sâu xa từ những trục trặc kinh tế toàn cầu xuất hiện từ cuộc khủng hoảng trước đó vào năm 1914. Trong thời gian Thế chiến thứ nhất, sản xuất nông nghiệp và công nghiệp ở ngoài châu Âu đã được mở rộng. Khi nền sản xuất châu Âu lấy lại được nhịp độ sau khi hòa bình trở lại, sản xuất

thừa thường xuyên đã làm cho giá cả của các sản phẩm chủ yếu bị kéo xuống từ trước năm 1929 rất lâu. Điều đó gây khó khăn hơn nữa cho các nước đã vay nợ chiến tranh lớn từ bên ngoài (kể cả Đức, là nước còn chịu thêm bồi thường chiến tranh) muốn kiếm ngoại tệ mạnh để trả lãi cho các chủ nợ nước ngoài. Cuộc chiến tranh cũng làm tăng thêm quyền lực của công đoàn ở hầu hết các nước tham chiến, làm cho các chủ doanh nghiệp ngày càng khó cắt giảm tiền công để đối phó với sự sụt giảm giá cả. Do chênh lệch lợi nhuận ngày càng thu lại bởi tiền công thực tế tăng lên, các hãng buộc phải sa thải công nhân, nếu không sẽ chịu rủi ro phá sản. Mặc dù vậy, thực tế là Mỹ, nước nằm trong tâm chấn của cuộc khủng hoảng, xét trên nhiều phương diện lại ở trạng thái kinh tế rất khả quan khi cuộc suy thoái nổ ra. Đã có rất nhiều sáng chế công nghệ giúp nâng cao năng suất lao động trong giai đoạn giữa hai cuộc chiến tranh thế giới được thực hiện bởi các công ty DuPont (sản xuất ni lông), Procter & Gamble (xà phòng bột), Revlon (mỹ phẩm), RCA (đài thu thanh), IBM (máy tính). "Nguyên nhân trước hết khiến ta nên kỳ vọng rằng lợi nhuận tương lai sẽ cao hơn," Irving Fisher từ Đại học Yale lập luận, "là người Mỹ chúng ta đang ứng dụng khoa học và sáng chế vào ngành kinh tế ở một mức chưa từng thấy trước đây." [275] Các phương thức quản lý cũng được cách mạng hóa bởi những người như Alfred Sloan từ General Motors.

Có lẽ chính những điểm mạnh đó đã tạo nên sự dịch chuyển ban đầu kích hoạt một bong bóng chứng khoán cổ điển. Đối với những người quan sát như Fisher, thực sự có vẻ hầu như không còn giới hạn, khi mà ngày càng có nhiều gia đình Mỹ khao khát trang bị cho mình ô tô và các hàng tiêu dùng lâu bền - các sản phẩm mà việc vay tín dụng trả góp đã đưa lại trong tầm tay của họ. RCA, chứng khoán công nghệ của những năm 1920, đã tăng chóng mặt 939% từ năm 1925 đến năm 1929; tỷ số giá/lợi nhuận (P/E) của công ty này vào lúc đỉnh cao của thị trường là 73. [276] Trạng thái hưng phấn đó đã kích thích một làn sóng mới các đợt chào giá đầu tiên trước công chúng; các cổ phiếu trị giá 6 tỷ đô la được phát hành trong năm 1929, một phần sáu số đó phát hành chỉ riêng trong tháng 9. Đã có sự sinh sôi nảy nở nhiều tổ chức tài chính mới, gọi là các quỹ ủy thác đầu tư, với mục tiêu kiếm lợi từ sự bùng nổ của thị trường chứng khoán. (Goldman Sachs chọn ngày 8/8/1929 để công bố kế hoạch mở rộng của mình, dưới dạng Tập đoàn Kinh doanh Goldman Sachs; nếu như đây không phải là thực thể kinh doanh có vị trí độc lập thì sự sụp đổ của nó sau này có lẽ đã kéo đổ luôn cả bản thân Goldman Sachs.) Đồng thời nhiều nhà đầu tư nhỏ (như chính Irving Fisher) đã dựa vào đòn bẩy để tăng khả năng đảm đương thị trường chứng khoán của mình bằng cách sử dụng các khoản vay cho người môi giới (là các khoản thường được cung cấp bởi các công ty chứ không phải các ngân hàng) để mua chứng

khoán bằng tiền vay, do vậy chỉ phải trả một phần nhỏ giá mua bằng chính tiền của mình. Cũng như năm 1719, năm 1929 cũng có những kẻ tay trong xảo trá, như Charles E. Mitchell từ National City Bank hay William Crapo Durant từ General Motors, và những người bên ngoài chân thật, như Groucho Marx. [277] Cũng như năm 1719, những luồng tiền "nóng" lưu chuyển giữa các thị trường tài chính đã khiến chấn động càng lan xa và trầm trọng hơn. Và cũng như năm 1719, chính hành động của các nhà chức trách tiền tệ đã bơm thêm quy mô của bong bóng và của các hậu quả khi bong bóng vỡ.

Trong một công trình có lẽ là quan trọng nhất về lịch sử kinh tế Mỹ đã từng được xuất bản, Milton Friedman và Anna Schwartz đã lập luận rằng chính Hệ thống Dự trữ Liên bang Mỹ (gọi tắt là Fed) phải chịu trách nhiệm trước hết về việc biến cuộc khủng hoảng năm 1929 thành cuộc Đại Suy thoái. [278] Các tác giả không buộc tội Fed về chuyện bong bóng, lập luận rằng nhờ Benjamin Strong ở Ngân hàng Dự trữ Liên bang New York, một sự cân bằng hợp lý đã được tạo ra giữa nghĩa vụ quốc tế của Mỹ là duy trì bản vị vàng vừa được khôi phục và nghĩa vụ trong nước là duy trì sự ổn định giá cả. Bằng cách dung hòa các luồng vàng lớn chảy vào nước Mỹ (để chúng không gây nên sự mở rộng tiền tệ), Fed đã có thể ngăn không cho bong bóng phình to hơn. Chi nhánh New York cũng đã phản ứng một cách hiệu quả đối với cơn hỗn độn tháng 10/1929 bằng cách tiến hành các hoạt động thị trường mở (OMO) quy mô lớn (và không được phép) bằng cách mua trái phiếu từ khu vực tài chính để bơm thanh khoản vào thị trường. Tuy nhiên sau khi Strong chết do bệnh lao vào tháng 10/1928, Hội đồng Ngân hàng Dự trữ Liên bang ở Washington đã chi phối chính sách tiền tệ, song kết quả thu được thật tai hại. Thứ nhất, quá ít động thái được thực hiện để đối phó với sự suy giảm tín dụng mà thất bại của các ngân hàng gây nên. Vấn đề này đã nổi lên nhiều tháng trước khi thị trường chứng khoán sụp đổ, vì các ngân hàng thương mại với số tiền gửi trên 80 triệu đô la ngừng chi trả. Tuy nhiên, tình thế đã lên đến đỉnh điểm vào tháng 11 và 12 năm 1930, khi 608 ngân hàng bị phá sản, với tổng số tiền gửi là 550 triệu đô la, trong đó Ngân hàng Hợp chủng quốc (Bank of United States) chiếm tới hơn một phần ba toàn bộ số tiền gửi bị mất. Sự thất bại của các cuộc đàm phán sáp nhập mà lẽ ra có thể cứu được ngân hàng này là một thời điểm quyết định trong lịch sử cuộc Đại Suy thoái. [279] Thứ hai, theo hệ thống trước năm 1913, trước khi Fed được thiết lập, một cuộc khủng hoảng kiểu này chắc hẳn sẽ kéo theo hạn chế khả năng chuyển đổi các khoản tiền gửi ngân hàng sang vàng. Tuy nhiên, Fed đã làm cho tình hình trở nên tồi tệ hơn bằng cách giảm lượng tín dụng chưa trả được (từ tháng 12/1930 đến 4/1931). Điều đó buộc ngày càng nhiều ngân hàng phải vội vã bán tống bán tháo tài sản để có thanh khoản, do vậy đẩy giá

trái phiếu xuống và làm tồi tệ thêm tình hình chung. Làn sóng phá sản ngân hàng tiếp theo, từ tháng 2 đến 8/1931, đã chứng kiến lượng tiền gửi ngân hàng thương mại sụt giảm 2,7 tỷ đô la, chiếm 9% tổng số. [280] Thứ ba, khi nước Anh từ bỏ bản vị vàng vào tháng 9/1931, làm cho các ngân hàng nước ngoài vội vã chuyển lượng dự trữ bằng đồng đô la sang vàng, thì Fed đã nâng lãi suất chiết khấu của mình qua hai đợt lên 3,5%. Động thái này đã ngăn việc rút tiền ra, song nó cũng đẩy các ngân hàng Mỹ đến bờ vực: giai đoạn từ tháng 8/1931 đến 1/1932 đã chứng kiến sự phá sản của 1.860 ngân hàng với số tiền gửi là 1,45 tỷ đô la. [281] Song Fed đã không gặp phải mối nguy hết sạch vàng. Ngay trước khi đồng bảng tách khỏi chế độ bản vị, dự trữ vàng của Mỹ ở mức cao nhất mọi thời đại là 4,7 tỷ đô la - tức là 40% của toàn thế giới. Thậm chí ở mức thấp nhất vào tháng 10 năm đó, dự trữ vàng của Fed cũng vượt mức yêu cầu theo luật định tới hơn 1 tỷ đô la. [282] Thứ tư, mãi tới tháng 4/1932, do áp lực chính trị mạnh mẽ, Fed mới thực hiện các hoạt động thị trường mở ở quy mô lớn, bước đi quan trọng đầu tiên mà Fed thực hiện để chống lại cuộc khủng hoảng thanh khoản. Song ngay cả điều đó cũng không đủ để ngăn làn sóng phá sản ngân hàng cuối cùng trong quý cuối năm 1932, gây ra "kỳ nghỉ của các ngân hàng" ở quy mô cả nước đầu tiên, tức là việc tạm thời đóng cửa tất cả các ngân hàng. [283] Thứ năm, khi tin đồn chính quyền mới của Roosevelt sẽ phá giá đồng đô la dẫn đến cuộc tháo chạy lần nữa ở trong nước và ngoài nước từ đô la sang vàng, Fed một lần nữa lại nâng lãi suất chiết khấu, chuẩn bị cho kỳ nghỉ ngân hàng trên toàn quốc mà Roosevelt tuyên bố ngày 6/3/1933, hai ngày sau khi ông nhậm chức - một kỳ nghỉ mà sau đó 2.000 ngân hàng không bao giờ quay trở lại. [284]

Sự bất lực của Fed trong việc ngăn ngừa sự phá sản của khoảng 10.000 ngân hàng là điểm mấu chốt, không chỉ bởi nó tạo ra cú sốc đối với khách hàng bị mất tiền gửi hay các cổ đông bị mất cổ phần, mà còn bởi tác động rộng lớn hơn đối với cung tiền và lượng tín dụng. Từ năm 1929 đến 1933, công chúng đã thành công trong việc nâng tài sản tiền mặt (cash holdings) trong tay mình lên 31%; dự trữ của các ngân hàng thương mại hầu như không thay đổi (thực vậy, các ngân hàng sống sót đã gây dựng lại mức dự trữ dư thừa); song lượng tiền gửi ngân hàng thương mại đã giảm 37% và lượng cho vay giảm 47%. Các con số tuyệt đối mới hé lộ quy luật chết người của cuộc "đại suy giảm". Việc tiền mặt trong tay công chúng tăng 1,2 tỷ đô la đã đạt được với cái giá là tiền gửi ngân hàng giảm 15,6 tỷ đô la và tiền cho vay của ngân hàng giảm 19,6 tỷ đô la, tương đương với 19% GDP năm 1929 của nước Mỹ. [285]

Đã có thời điểm các sử gia hàn lâm đắn đo khi tuyên bố cần rút ra các bài học từ lịch sử. Đây là cảm giác chưa từng được các nhà kinh tế học biết tới, những người đã hai thế hệ vật lộn để giải thích cuộc Đại Suy thoái chính là

nhằm ngăn ngừa nó lại xảy ra. Trong số tất cả các bài học nổi lên từ nỗ lực tập thể này, bài học sau đây luôn là quan trọng nhất: chính sách tiền tệ không phù hợp hoặc không linh hoạt tiếp sau sự giảm mạnh giá tài sản có thể biến quá trình tự điều chỉnh thành suy giảm, và biến suy giảm thành suy thoái. Theo Friedman và Schwartz, Fed lẽ ra phải nỗ lực tìm cách bơm thanh khoản vào hệ thống ngân hàng từ năm 1929 trở đi, bằng các hoạt động thị trường mở trên quy mô lớn, và bằng cách mở rộng chứ không phải thu hẹp cho vay thông qua cửa sổ chiết khấu. Họ cũng nêu rằng, lẽ ra không cần quá quan tâm đến các luồng chảy ra ngoài của vàng. Mới đây thôi, người ta đã tranh luận rằng chế độ bản vị vàng giữa hai cuộc chiến tranh thế giới bản thân nó đã là vấn đề, do nó truyền dẫn khủng hoảng (như các cuộc khủng hoảng ngân hàng và đồng tiền ở châu Âu năm 1931) đến khắp thế giới. [286] Do vậy, bài học thứ hai của lịch sử có vẻ là, lợi ích của tỷ giá hối đoái ổn định không đủ để bù lại thiệt hại từ giảm phát trong nước. Bất kỳ ai ngày hôm nay còn nghi ngờ về những bài học cần rút ra từ lịch sử chỉ cần đối chiếu các bài viết học thuật với những hành động gần đây của vị chủ tịch đương nhiệm Hệ thống Dự trữ Liên bang. [287]

Câu chuyện về những cái đuôi béo

Đôi khi những sự kiện lịch sử quan trọng nhất lại không phải là sự kiện: mà là những việc không xảy ra. Nhà kinh tế học Hyman Minsky đã diễn tả rất hay khi ông nhận xét: "Sự kiện kinh tế quan trọng nhất của thời đại từ sau Thế chiến thứ hai là một sự kiện không xảy ra: đó là việc không hề xảy ra một cuộc suy thoái sâu sắc và kéo dài." [288] Điều này thực sự đáng ngạc nhiên, bởi vì thế giới không thiếu những "Ngày đen tối".

Nếu các dao động về chỉ số thị trường chứng khoán được phân phối như chiều cao con người thì có lẽ khó có bất kỳ ngày nào như vậy. Hầu hết sẽ tập trung quanh con số trung bình, và chỉ có một số rất ít các điểm cao và thấp cực điểm. Suy cho cùng, không mấy ai trong chúng ta có chiều cao dưới một mét hai hay trên hai mét tư. Nếu tôi vẽ lược đồ chiều cao của các sinh viên nam trong lớp học lịch sử tài chính của tôi theo tần số xuất hiện thì kết quả chắc hẳn sẽ là một đường cong hình chuông cổ điển, trong đó hầu hết sẽ tập trung trong biên độ mười hai xăng ti mét dao động quanh chiều cao trung bình của người Mỹ, khoảng một mét tám. Còn trên các thị trường tài chính thì không giống như vậy. Nếu bạn vẽ tất cả các dao động hằng tháng của chỉ số Dow Jones lên đồ thị, sẽ không có nhiều điểm tập trung quanh giá trị trung bình, mà có nhiều điểm lên rất cao và xuống rất thấp mà các nhà thống kê gọi là những cái "đuôi béo" [289]. Nếu các dao động của thị trường chứng

khoán tuân theo "phân phối chuẩn" hình chuông, giống như chiều cao con người, thì mức sụt giảm 10% hằng năm hoặc lớn hơn có lẽ chỉ xảy ra cứ 500 năm một lần, trong khi đối với Dow Jones điều đó xảy ra cứ năm năm một lần. [290] Và mức sụt giảm thị trường chứng khoán 20% hoặc cao hơn có lẽ sẽ chẳng bao giờ tồn tại - giống như những người chỉ cao có ba tấc vậy - trong khi trên thực tế đã có chín cuộc sụp đổ như vậy trong thế kỷ vừa qua.

Vào ngày "thứ Hai đen tối" 19/10/1987, chỉ số Dow sụt một mức kinh hoàng 23%, đây là một trong bốn ngày mà chỉ số này sụt giảm trên 10% chỉ trong một phiên giao dịch. Trang nhất tờ *New York Times* ra sáng ngày hôm sau đã nói lên tất cả khi đặt câu hỏi, "Liệu 1987 có sánh ngang 1929?" Xét từ điểm đỉnh đến điểm đáy, mức sụt giảm là gần một phần ba, lượng mất mát giá trị chứng khoán gần bằng một nghìn tỷ đô la. Về các nguyên nhân của cuộc sụp đổ này có rất nhiều ý kiến khác nhau tại thời điểm đó. Đúng là Fed đã nâng lãi suất vào tháng trước từ 5,5% lên 6%. Song một nhóm biệt phái chính thức do Nicholas Brady điều hành đã quy phần lớn trách nhiệm về sự sụp đổ cho việc "bán cổ phiếu một cách máy móc và thiếu nhạy cảm về giá của một số ít tổ chức đi theo chiến lược bảo hiểm danh mục đầu tư và một số ít quỹ tương hỗ, phản ứng trước những sự mua lại", cũng như việc "một số tổ chức giao dịch quá năng nổ đã tìm cách bán cổ phiếu khi dự báo thị trường sẽ còn tiếp tục đi xuống". Sự việc còn tồi tệ hơn bởi tình trạng hỏng hóc trong hệ thống giao dịch tự động của Thị trường Chứng khoán New York, và bởi sự thiếu vắng các "bộ ngắt mạch" mà lẽ ra đã có thể ngăn tình trạng bán tháo trên các thị trường hợp đồng tương lai và hợp đồng quyền chọn.[291] Tuy nhiên, điều đáng lưu ý là sự kiện đã xảy ra - hay đúng hơn là đã không xảy ra - tiếp theo đó. Đã không xảy ra cuộc Đại Suy thoái của thập niên 1990, bất chấp những tiên đoán của Huân tước Rees-Mogg và những người khác. [292] Thậm chí cũng không có suy thoái vào năm 1988 (chỉ có một đợt nhỏ vào quãng 1990-1991). Chỉ trong hơn một năm kể từ "thứ Hai đen tối", Dow đã quay trở lại mức cũ trước khi thị trường sụp đổ. Đối với điều này, cần ghi nhận công trạng không thể tranh cãi của các nhà ngân hàng trung ương, đặc biệt là Chủ tịch Cục Dự trữ Liên bang khi đó mới nhậm chức là Alan Greenspan, người đã tiếp nhận chức vụ này từ Paul Volcker mới chỉ hai tháng trước đó. Phản ứng của Alan Greenspan đối với cuộc sụp đổ ngày "thứ Hai đen tối" rất nhanh chóng và hiệu quả. Tuyên bố ngắn gọn của ông ngày 20/10 khẳng định "Fed sẵn sàng đứng ra với tư cách là nguồn thanh khoản để hỗ trợ cho hệ thống kinh tế và tài chính" đã gửi đi tín hiệu đến các thị trường, đặc biệt là các ngân hàng New York, rằng nếu tình hình thực sự trở nên tồi tệ, ông sẽ sẵn sàng lãnh nhiệm vụ giải cứu họ. [293]

Bằng cách tích cực mua vào các trái phiếu chính phủ trên thị trường, Fed đã bơm số tiền vô cùng cần thiết vào hệ thống, đẩy chi phí vay từ Fed giảm

gần 2% trong vòng 16 ngày. Phố Wall đã thở lại. Cái mà Minsky gọi là "điều đó" đã không xảy ra.

Một khi đã kiểm soát được mối hoảng loạn, thì một nan đề sau đó lởn vởn trong tâm trí của Greenspan là liệu lần sau có nên hành động trước, hòng ngăn ngừa tất cả cơn hoảng loạn. Nan đề này càng quan trọng khi bong bóng thị trường chứng khoán cổ điển đã định hình vào giữa thập niên 1990. Sự dịch chuyển trong trường hợp này là cuộc bùng nổ sáng chế do công nghệ và công nghiệp phần mềm mang lại khi máy tính cá nhân và Internet gặp nhau. Song, cũng như mọi bong bóng trong suốt lịch sử, một chính sách tiền tệ linh hoạt cũng có vai trò của nó. Từ mức đỉnh 6% vào tháng 6/1995, lãi suất mục tiêu của các quỹ Liên bang [294] đã giảm xuống còn 5,25% (từ tháng 1/1996 đến 2/1997). Lãi suất lại được nâng lên 5,5% vào tháng 3/1997, song sau đó lại bị hạ xuống nhiều lần trong thời gian giữa tháng 9 và 11/1998 tới khi còn 4,75%; và nó được giữ ở mức này cho đến tháng 5/1999, thời điểm mà Dow vượt mốc 10.000 điểm. Lãi suất không được nâng tiếp cho đến tháng 6/1999.

Vì sao Fed lại cho phép sự hưng phấn lan tràn trong thập niên 1990? Bản thân Greenspan cảm thấy bắt buộc phải cảnh báo về "niềm hưng phấn thiếu lý trí" trên thị trường chứng khoán ngay từ ngày 5/12/1996, không lâu sau khi Dow vượt qua 6.000 điểm [295]. Song mức tăng lãi suất một phần tư điểm vào tháng 3/1997 chắc hẳn là không đủ để xua đi niềm hưng phấn đó. Một phần là do Greenspan và các đồng nghiệp của ông dường như đã đánh giá thấp động lượng của bong bóng công nghệ. Ngay từ tháng 12/1995, khi Dow mới vượt qua ngưỡng 5.000 điểm, các thành viên trong ủy ban Thị trường Mở của Fed đã suy đoán rằng thị trường có lẽ đang tiệm cận tới đỉnh. [296] Một phần là do Greenspan cảm thấy rằng Fed không cần phải lo lắng về sự tăng giá tài sản, mà chỉ quan tâm tới sự tăng giá tiêu dùng; và ông tin rằng giá tiêu dùng đang giảm xuống do sự cải thiện lớn về năng suất lao động, cũng chính là từ bùng nổ công nghệ. [297] Một phần là do, như thường xảy ra đối với bong bóng thị trường chứng khoán, áp lực quốc tế - trong trường hợp này là cuộc khủng hoảng gây ra bởi vụ vỡ nợ của nước Nga tháng 8/1998 - đòi hỏi phải có hành động ngược lại. [298] Một phần là do Greenspan và các cộng sự của ông không còn tin rằng vai trò của Fed là giúp đổ rượu khỏi bát, theo lời người tiền nhiệm cách ông ba nhiệm kỳ là William McChesney Martin Con. [299] Công bằng mà nói, "chính sách tiền tệ vừa đúng lúc" của Greenspan đúng là đã ngăn ngừa được sự sụp đổ của thị trường chứng khoán. Không chỉ những năm 1930 được ngăn ngừa, mà cả việc lặp lại kinh nghiệm của Nhật Bản, khi một nỗ lực do ngân hàng trung ương cố ý thực hiện nhằm làm xẹp hơi bong bóng tài sản đã đưa đến kết cục là châm ngòi cho cuộc bán tháo 80% thị trường chứng khoán và một thập niên kinh tế trì trệ. Song có một cái giá phải trả cho chiến lược này. Không phải là lần đầu

tiên trong lịch sử, bong bóng giá tài sản đã tạo ra những điều kiện tuyệt vời cho các hành động phi pháp cũng như cho niềm hứng khởi.

Đối với một số nhà nghiên cứu yếu thần kinh, thập niên 1990 trông có vẻ giống một cách kỳ lạ với "việc chạy lại cuốn phim của thập niên 1920 náo nhiệt", và thực tế thì quỹ đạo của thị trường chứng khoán trong những năm 1990 hầu như tương tự với quỹ đạo của những năm 1920. Song trên một số khía cạnh nào đó thì nó giống với việc chạy lại cuốn phim của những năm 1720 hơn. Công ty Mississippi của John Law có vai trò như thế nào đối với bong bóng khởi đầu thế kỷ 18, thì một công ty khác cũng có vai trò như vậy đối với bong bóng giúp kết thúc thế kỷ 20. Đó là công ty đã hứa hẹn với các nhà đầu tư của mình sự giàu có vượt ra ngoài mọi tưởng tượng cao xa nhất của họ. Đó là công ty tuyên bố mình đã sáng tạo lại toàn bộ hệ thống tài chính. Và đó là công ty đã tận dụng một cách triệt để các mối quan hệ chính trị tuyệt hảo của mình để phóng thẳng lên đỉnh của thị trường chứng khoán đang lên. Được tạp chí *Fortune* vinh danh là "Công ty sáng tạo nhất nước Mỹ" trong sáu năm liền (1996-2001), đó là Enron.

Tháng 11/2001, Alan Greenspan được nhận một giải thưởng uy tín, thêm tên mình vào danh sách có Mikhail Gorbachev, Colin Powell và Nelson Mandela. Đó là "Giải thưởng Enron cho Thành tích Xuất sắc vì Cộng đồng". Greenspan chắc chắn xứng đáng với phần thưởng này. Từ tháng 2/1995 cho đến 6/1999, ông chỉ nâng lãi suất của Mỹ có một lần. Các nhà giao dịch bắt đầu nói về một "quyền chọn bán của Greenspan" [300] bởi vì có ông ở Fed thì cũng giống như có một hợp đồng "quyền chọn bán" trên thị trường chứng khoán (tức là quyền nhưng không phải là nghĩa vụ bán chứng khoán ở mức giá cao trong tương lai). Tuy nhiên, từ giữa tháng 1 /2000, thị trường chứng khoán Mỹ lại đi xuống, như vậy đã chứng minh một cách muộn màng cho những lời cảnh báo trước đó của Greenspan về niềm hưng phấn thiếu lý trí. Đã không xảy ra một Ngày đen tối như năm 1987. Thực vậy, với việc Fed cắt giảm lãi suất nhiều lần từ 6,5% xuống còn 3,5% vào tháng 8/2001, nền kinh tế trông có vẻ như đang làm một cuộc hạ cánh nhẹ nhàng; tệ nhất thì cũng chỉ là sự suy giảm ngắn. Và sau đó, hầu như không có cảnh báo, Ngày đen tối đã ló rạng ở New York - không phải dưới dạng một cuộc sụp đổ tài chính, mà là hai vụ đâm máy bay cố tình. Giữa những bàn tán về chiến tranh và nỗi sợ hãi sẽ đóng cửa thị trường theo kiểu năm 1914, Greenspan lại cắt giảm lãi suất, từ 3,5% xuống 3% và sau đó xuống nữa - và xuống nữa - cho đến mức thấp kỷ lục của mọi thời đại là 1% vào tháng 6/2003. Thanh khoản được Fed bơm ra sau ngày 11/9 nhiều hơn so với tất cả các vòi cứu hỏa ở Manhattan cùng bơm. Song điều đó cũng không cứu được Enron. Ngày 2/12/2001, chỉ hai tuần sau khi Greenspan nhận giải thưởng của Enron, công ty này đã nộp đơn xin phá sản.



Alan Greenspan và Kenneth Lay

Con đường sự nghiệp của John Law, thủ phạm của bong bóng Mississippi, và của Kenneth Lay, tổng giám đốc điều hành của Enron, nói một cách nhẹ nhàng nhất là giống nhau kỳ lạ. Hòn đá giả kim của John Law đã cho phép ông ta "làm ra vàng từ giấy". Còn hòn đá giả kim của Ken Lay thì "làm ra vàng từ xăng dầu". Kế hoạch của Law là cách mạng hóa tài chính của chính phủ Pháp. Kế hoạch của Lay là cách mạng hóa ngành kinh doanh năng lượng toàn cầu. Trong suốt nhiều năm, ngành công nghiệp này bị chi phối bởi các công ty dịch vụ công cộng khổng lồ, vừa trực tiếp làm ra năng lượng - bơm xăng dầu và tạo ra điện - vừa bán năng lượng cho khách hàng. Ý tưởng lớn của Lay, do nhà tư vấn Jeffrey K. Skilling của McKinsey đưa ra, là thành lập một kiểu như Ngân hàng Năng lượng để đóng vai trò trung gian giữa các nhà cung cấp và các khách hàng. [301] Giống như Law, Lay, con trai một linh mục nghèo ở Missouri, có nguồn gốc tỉnh lẻ; Enron cũng vậy, ban đầu là một công ty xăng dầu nhỏ ở Omaha, Nebraska. Chính Lay là người đã đổi tên công ty [302] và chuyển trụ sở tới Houston, Texas. Cũng giống như Law, Lay có bạn bè ở cấp cao. Tổng thống George H. W. Bush, một đồng minh lâu năm của ngành công nghiệp năng lượng Texas, đã ủng hộ Đạo luật 1992 nhằm bỏ điều tiết với ngành công nghiệp này và loại bỏ kiểm soát giá của chính phủ. Khoảng ba phần tư tổng số tiền 6,6 triệu đô la quyên góp có tính chính trị của Enron là cho đảng Cộng hòa, trong đó có 355.000

đô la từ Lay và vợ ông trong cuộc bầu cử năm 2000. Thượng nghị sĩ Phil Gramm là người được hưởng các khoản đóng góp vận động tranh cử nhiều thứ hai năm 1996 và là người mạnh mẽ ủng hộ việc phi điều tiết hóa ngành năng lượng California.

Đến cuối năm 2000, Enron đã là công ty lớn thứ tư nước Mỹ, với khoảng 21.000 nhân viên. Công ty này kiểm soát một phần tư ngành kinh doanh khí thiên nhiên của Mỹ. Lướt trên ngọn sóng tư nhân hóa khu vực năng lượng trên toàn cầu, công ty này đã vơ vét tài sản từ khắp nơi trên thế giới. Chỉ riêng ở Mỹ Latin, công ty có quyền lợi ở Colombia, Ecuador, Peru và Bolivia, từ nước này Enron đã bắc đường ống dẫn dầu xuyên lục địa đến Brazil. Ở Argentina, sau sự can thiệp từ ông bạn thân của Lay là George W. Bush, Enron đã mua cổ phần kiểm soát trong mạng lưới đường ống dẫn khí thiên nhiên lớn nhất thế giới. Song trên hết, Enron kinh doanh không chỉ năng lượng mà còn gần như tất cả các nguyên tố cổ đại, từ đất, nước, lửa đến không khí. Công ty thậm chí tuyên bố còn có thể kinh doanh cả dải băng thông rộng Internet. Trong một cảnh như từ bộ phim *The Sting* (Quả lừa, 1973), các nhà phân tích ngân hàng được hộ tống qua những sàn giao dịch giả, nơi các nhân viên ngồi trước máy tính làm ra vẻ như đang thực hiện các vụ làm ăn băng thông rộng. Đó chính là vụ công ty Mississippi lặp lại từ đầu. Và cũng như năm 1719, phần thưởng cho các nhà đầu tư dường như hấp dẫn đến không cưỡng lại được. Trong ba năm từ sau 1997, giá chứng khoán của Enron đã tăng gấp gần năm lần, từ chưa tới 20 đô la một cổ phiếu lên trên 90 đô la. Đối với các giám đốc của Enron, những người đã được "khích lệ" một cách hào phóng bằng các hợp đồng cổ phiếu, phần thưởng còn lớn hơn nhiều. Trong năm tồn tại cuối cùng, Enron đã chi trả cho 140 thành viên lãnh đạo hàng đầu của mình trung bình 5,3 triệu đô la mỗi người. Kinh doanh xe ô tô xa xỉ bùng nổ. Tương tự là kinh doanh bất động sản ở River Oaks, khu vực sang trọng nhất Houston. "Tôi đã suy nghĩ về điều này rất nhiều," Skilling, người đã trở thành tổng giám đốc của Enron năm 1997, nhận xét, "và chỉ có tiền là quan trọng nhất... Bạn mua sự trung thành bằng tiền. Mấy thứ cảm xúc vớ vẩn không quan trọng bằng tiền. Tiền mặt mới là thứ tạo ra hiệu năng." [303] "Bạn nhận được bội số nhân so với tiền lương cơ bản hằng năm của bạn ở Enron," Sherron Watkins nhớ lại khi tôi gặp bà bên ngoài trụ sở của Enron ở Houston, khi đó đã không còn hoạt động nữa. "Bạn chắc hẳn bị đánh giá thấp nếu như chỉ nhận được một phần mức lương cơ bản năm của mình, ngay cả nếu phần đó là 75%. Ồ, bạn chỉ nhận được một phần. Bạn muốn bội số nhân kia. Bạn muốn gấp hai lần mức lương cơ bản hằng năm của mình, ba lần, bốn lần mức lương cơ bản hằng năm của mình, khi nhận thưởng." [304] Trong cơn hưng phấn của tháng 4/1999, đội bóng Houston Astros thậm chí đã đổi tên sân bóng của mình thành sân Enron.

Vấn đề duy nhất ở chỗ, giống như Hệ thống của John Law, "hệ thống" của Enron là một màn gian lận tinh vi dựa trên sự thao túng thị trường và sổ sách gian lận. Trong các cuốn băng được công bố rộng rãi năm 2004, có thể nghe thấy các nhà giao dịch của Enron yêu cầu Công ty Điện lực El Paso đóng cửa sản xuất nhằm giữ giá. Một đoạn trao đổi khác nói về "toàn bộ số tiền các ông lấy cắp được từ những bà già nghèo khổ ở California". Kết quả của các âm mưu như vậy không chỉ là giá cao hơn như Enron muốn, mà còn cả việc người tiêu dùng mất điện. Trong vòng chỉ có sáu tháng sau khi luật phi điều tiết có hiệu lực, California đã phải chịu không dưới 38 lần mất điện luân phiên. (Trong một cuốn băng khác, các nhà kinh doanh đang xem phóng sự truyền hình về cháy rừng ở California đã kêu lên, "Cháy đi, cưng, cháy đi!" trong lúc các cột điện cao thế oằn xuống và sụp đổ.) Ngay cả với những thủ đoạn thị trường như vậy, tài sản và lợi nhuận kê khai của công ty vẫn là con số thổi phồng lên quá mức, trong khi nợ nần và thua lỗ được giấu dưới cái gọi là các pháp nhân có mục đích đặc biệt (special-purpose entity - SPE) không được đưa vào các báo cáo kết toán tổng hợp của công ty. Cứ mỗi quý, các nhà điều hành của công ty lại sử dụng thêm nhiều cách phù phép để làm cho các khoản lỗ thực trông giống như lợi nhuận tràn trề. Skilling đã leo lên vị trí cao nhất bằng cách khai thác các kỹ thuật tài chính mới như cách hạch toán điều chỉnh theo thị trường (mark-to-market) và chứng khoán hóa các khoản nợ (debt securitization). Song thậm chí ngay cả giám đốc tài chính Andrew Fastow cũng không thể nào nắn bóp thua lỗ thành lợi nhuận mãi được, nhất là khi ông ta bắt đầu sử dụng các SPE kiểu như công ty được đặt tên rất khéo là Chewco Investments [305] để hốt tiền một cách bất chính vào túi mình và các thành viên cấp cao khác. Trên hết, nhánh kinh doanh quốc tế của Enron đã chảy máu tiền từ giữa thập niên 1990, ngoạn mục nhất là sau vụ hủy bỏ một dự án nhà máy phát điện lớn ở bang Maharashtra của Ấn Độ. EnronOnline, hệ thống giao dịch hàng hóa trên mạng đầu tiên, có doanh số bán ra lớn; song liệu nó có làm ra đồng tiền nào không? Ở Houston, cảm giác hưng phấn bắt đầu biến mất; giới tay trong bắt đầu cảm thấy các triệu chứng đầu tiên của tình trạng u ám. Các SPE của Fastow được đặt cho những cái tên ngày càng gở như: Raptor I, Talon [306]. Ông ta và những người khác đã lén lút đổi tiền lấy 924 triệu đô la từ các cổ phiếu Enron trong lúc tình hình còn tốt đẹp.

Các nhà đầu tư được đảm bảo là giá cổ phiếu của Enron chẳng bao lâu nữa sẽ đạt 100 đô la. Song khi Skilling đột ngột tuyên bố từ chức (do "các lý do cá nhân") ngày 14/8/2001, giá đã tụt xuống dưới 40 đô la. Cũng trong tháng đó Sherron Watkins đã viết thư cho Lay để bày tỏ sự lo ngại của bà rằng Enron sẽ "nổ tung giữa làn sóng các vụ bê bối về kế toán". Đó đúng là điều đã xảy ra. Ngày 16/10, Enron thông báo lỗ quý III là 618 triệu đô la và

vốn cổ đông bị giảm 1,2 tỷ đô la. Tám ngày sau, trong lúc đang chờ điều tra của ủy ban Chứng khoán và Giao dịch Hoa Kỳ (SEC), Fastow đã từ chức giám đốc tài chính. Ngày 8/11, công ty bị buộc phải xem xét lại lợi nhuận của mình trong năm năm trước đó. Khoản phóng đại được phát hiện lên tới 567 triệu đô la. Khi Enron nộp đơn xin phá sản ngày 2/12/2001, người ta phát hiện ra bảng cân đối đưa kiểm toán đã rút bớt nợ dài hạn của công ty 25 tỷ đô la: tức khoản nợ thực không phải 13 tỷ mà là 38 tỷ đô la. Đến lúc này, trạng thái u ám đã trở thành cuộc rút vốn ra, và hoảng loạn lại bám sát gót. Đến cuối năm 2001, cổ phiếu Enron chỉ còn có giá 30 xu.

Tháng 5/2006, Lay bị tuyên bố là có tội đối với toàn bộ 10 cáo buộc chống lại ông, trong đó có tội âm mưu, nói dối, gian lận chứng khoán và gian lận ngân hàng. Skilling bị tuyên bố là có tội đối với 18 trong số 27 cáo buộc. Lay đã chết trước khi tòa kết án trong khi đi nghỉ tại Aspen, Colorado. Skilling bị kết án 24 năm 4 tháng tù và bị buộc phải trả 26 triệu đô la cho quỹ lương hưu Enron; ông ta đang chờ kháng án. Tổng cộng là mười sáu người đã nhận tội đối với các cáo buộc liên quan đến Enron và năm người khác (cho đến nay) bị tuyên bố là có tội tại các phiên xử. Nhà kiểm toán của công ty, hãng Arthur Andersen, đã bị lụn bại bởi vụ bê bối này. Tuy nhiên, người thua cuộc lớn nhất là các nhân viên thường và các cổ đông nhỏ, khi các khoản tiết kiệm của họ biến thành tro bụi bay theo gió, giống như hàng triệu đồng livre bị mất trong vụ sụp đổ Mississippi.

Được phát minh ra gần như đúng bốn trăm năm trước, công ty cổ phần trách nhiệm hữu hạn đúng là một định chế kỳ diệu, cũng giống như thị trường chứng khoán là nơi mà quyền sở hữu công ty có thể được mua và bán. Song trong suốt lịch sử tài chính, đã có rất nhiều công ty gian dối, cũng như rất nhiều thị trường thiếu lý trí. Thực tế là hai thứ này luôn song hành với nhau - bởi vì khi những con bò đang điên cuồng phóng thì đó cũng là lúc người ta dễ bị cuốn theo nhảy lên cưỡi chúng. Tuy nhiên vai trò quan trọng hầu như luôn nằm ở các nhà ngân hàng trung ương, được xem là những người chăn bò, có nhiệm vụ kiểm soát đàn gia súc. Rõ ràng là nếu không có ngân hàng Banque Royale của mình thì Law chắc hẳn không bao giờ đạt được điều ông ta muốn. Cũng rõ ràng không kém, nếu không có chính sách tiền tệ nới lỏng của Cục Dự trữ Liên bang vào thập niên 1990, Ken Lay và Jeff Skilling chắc hẳn sẽ phải vật lộn mới đẩy được giá cổ phiếu Enron lên 90 đô la. Ngược lại, cuộc Đại Suy thoái đã cho ta bài học nhớ đời về mối nguy hại của một chính sách tiền tệ thắt chặt quá mức khi thị trường chứng khoán sụp đổ. Tránh lặp lại lịch sử cuộc Đại Suy thoái đôi khi được xem như một mục đích có thể biện minh cho bất kỳ phương tiện nào. Song lịch sử Công ty Đông Ấn của Hà Lan, công ty cổ phần trước nhất, cho thấy rằng với một số tiền đáng tin cậy như loại được cấp bởi Ngân hàng Giao dịch Amsterdam, có thể giúp tránh được các cơn bùng-vỡ bong bóng của thị

trường chứng khoán.

Suy cho cùng, con đường của các thị trường tài chính không bao giờ có thể bằng phẳng như ta mong muốn. Chừng nào kỳ vọng của con người còn xoay từ lạc quan quá mức sang bi quan quá mức - từ tham lam sang sợ hãi - thì giá chứng khoán sẽ còn có xu hướng đi theo một đường thất thường, thực chất là một con đường không khác gì những đỉnh nhọn lởm chởm của dãy núi Andes. Với tư cách là nhà đầu tư, bạn buộc phải hy vọng rằng khi bạn phải quay xuống từ đỉnh cao của sự hưng phấn, đó sẽ là con đường trên sườn núi trượt tuyết thoai thoải chứ không phải qua một vách đá dựng đứng.

Song chẳng lẽ chúng ta không thể làm được gì để bảo vệ mình khỏi những cú ngã thực và ảo? Như chúng ta sẽ thấy trong Chương 4, sự phát triển của bảo hiểm, từ buổi ban sơ trong thế kỷ 18, đã mang lại một loạt câu trả lời cho câu hỏi trên, mỗi câu trả lời trong số đó cho chúng ta ít nhất là một sự bảo vệ phần nào khỏi các vách đá dựng đứng và những cái đuôi béo của lịch sử tài chính.

Chương 4 SỰ TRỞ LẠI CỦA RỦI RO

Động lực tài chính cơ bản nhất luôn là tiết kiệm cho tương lai, bởi vì tương lai không dự đoán trước được. Thế giới này là một nơi nguy hiểm. Không mấy người trong chúng ta sống cả cuộc đời mà không gặp phải chút xui xẻo nào đó. Một số người trong chúng ta rốt cuộc gặp phải rất nhiều. Thường thường, đó chỉ là vấn đề bị rơi đúng vào một vị trí bất lợi tại một thời điểm bất lợi - ví dụ như vùng châu thổ sông Mississippi vào tuần cuối tháng 8/2005, khi cơn bão Katrina tàn phá không phải một mà hai lần. Đầu tiên là trận gió gào rú với tốc độ 225 km một giờ đã thổi bay sạch những ngôi nhà gỗ khỏi nền bê tông. Rồi hai giờ sau đó, một cơn bão gây những đợt sóng cao chín mét đã phá vỡ ba trong số những con đê chắn giữa New Orleans với hồ Pontchartrain và sông Mississippi, trút hàng triệu khối nước vào thành phố này. Vị trí bất lợi, thời điểm bất lợi. Như Trung tâm Thương mại Thế giới vào ngày 11/9/2001. Hay Baghdad vào gần như bất cứ ngày nào kể từ cuộc xâm lược của Mỹ năm 2003. Hay San Francisco khi một ngày nào đó, hầu như chắc chắn, sẽ có một trận động đất cực lớn xảy ra dọc theo đường đứt gãy San Andreas.

Chuyện thường mà, như cựu Bộ trưởng Quốc phòng Donald Rumsfeld nhận xét một cách vô tâm sau khi cuộc lật đổ Saddam Hussein đã mở đường cho sự điên cuồng cướp bóc ở thủ đô Iraq. Một số người lập luận rằng những chuyện như vậy hiện thời dễ xảy ra hơn so với trong quá khứ, dù là do biến đổi khí hậu, sự gia tăng của chủ nghĩa khủng bố hay hậu quả của những sai lầm trong chính sách đối ngoại Mỹ. Câu hỏi là, chúng ta sẽ đối phó với các rủi ro và bất định của tương lai như thế nào đây? Liệu trách nhiệm có rơi vào mỗi cá nhân phải bảo hiểm chống lại rủi ro? Liệu chúng ta có nên dựa vào lòng nhân từ tự nguyện của đồng loại khi mọi việc trở nên tồi tệ ghê gớm? Hay liệu chúng ta cần được bảo đảm có thể dựa vào nhà nước - nói cách khác là dựa vào sự đóng góp bắt buộc của những người đóng thuế khác - để giải cứu chúng ta khi cơn lũ tràn đến?

Lịch sử quản trị rủi ro là một cuộc đấu tranh lâu dài giữa niềm ao ước vô ích của chúng ta là được an toàn về tài chính - chẳng hạn được an toàn như một góa phụ Scotland - và thực tế khắc nghiệt là chẳng hề tồn tại một "tương lai" đơn lẻ. Mà chỉ có rất nhiều tương lai, không đoán trước được, không bao giờ mất khả năng làm chúng ta sửng sốt.

Sự phiền toái lớn

Trong các bộ phim cao bồi miền Tây mà tôi đã xem khi còn nhỏ, tôi bị

mê hoặc bởi những thị trấn ma, những khu dân cư chỉ tồn tại rất ngắn, bị bỏ lại phía sau bởi nhịp độ thay đổi nhanh chóng bên đường biên giới Mỹ. Cho tận tới khi đến New Orleans ngay sau cơn bão Katrina, tôi mới đối mặt với cái hoàn toàn có thể trở thành thành phố ma đầu tiên của nước Mỹ.

Tôi đã có những ký ức hạnh phúc dù là mơ hồ về "Niềm dễ chịu lớn" [307]. Khi còn là một thiếu niên ở giai đoạn bản lề giữa trường trung học và đại học đang nhấm nháp hương vị tự do đầu tiên trong đời, tôi đã khám phá ra đó có lẽ là nơi duy nhất ở nước Mỹ mà tôi có thể gọi bia mặc dù còn chưa đến tuổi, chắc chắn đã khiến cho thứ nhạc jazz mà các nhạc công già chơi ở Preservation Hall nghe thật êm tai. Hai mươi lăm năm sau, gần hai năm sau khi bị trận bão ghê gớm tàn phá, thành phố này chỉ còn là cái bóng hoang tàn của chính nó trước đây. Giáo xứ Saint Bernard là một trong những quận bị cơn bão tàn phá ghê gớm nhất. Chỉ có năm trong số gần 26.000 ngôi nhà là không bị ngập. Tổng cộng có 1.836 người Mỹ đã thiệt mạng do cơn bão Katrina, trong đó tuyệt đại đa số là từ bang Louisiana. Chỉ riêng ở quận Saint Bernard, số người chết là 47. Bạn vẫn còn nhận thấy ký hiệu trên cửa các ngôi nhà bị bỏ hoang cho thấy người ta đã tìm thấy xác người bên trong hay chưa. Người ta không khỏi so sánh với nước Anh Trung Cổ vào thời của Cái Chết Đen [308].

Khi tôi trở lại thăm New Orleans vào tháng 6/2007, ông ủy viên Hội đồng thành phố Joey DiFatta và toàn bộ chính quyền thành phố Saint Bernard còn đang làm việc trong những toa xe kéo ở phía sau ngôi nhà trụ sở cũ đã bị trận lụt phá hủy. DiFatta vẫn ở lại cạnh bàn làm việc trong thời gian cơn bão, đến cuối ngày cũng phải rút lên nóc nhà do nước tiếp tục dâng cao. Từ nơi đó, ông và các đồng nghiệp chỉ có thể theo dõi một cách bất lực khu vực sinh sống đã gắn bó với mình biến mất dưới dòng nước đục ngầu bẩn thỉu. Tức giận bởi cái mà họ xem là sự kém cỏi của Cơ quan Quản lý Tình trạng khẩn cấp Liên bang (FEMA), họ đã quyết tâm khôi phục lại những gì đã mất. Kể từ đó, họ làm việc không mệt mỏi nhằm tìm cách xây dựng lại nơi từng là một cộng đồng chặt chẽ (nhiều người trong số đó, như chính DiFatta, là con cháu của những người định cư đã từ quần đảo Canary đến Louisiana). Song việc thuyết phục hàng nghìn người đã đi di tản quay trở lại Saint Bernard chắc chắn là một điều không hề dễ dàng; hai năm sau khi thảm họa xảy ra, khu vực này chỉ có một phần ba dân cư so với thời kỳ trước cơn bão Katrina. Phần lớn nguyên nhân của vấn đề này nằm ở bảo hiểm. Ngày nay, mua bảo hiểm một ngôi nhà ở Saint Bernard và các khu vực nằm ở vùng đất thấp của New Orleans là điều hầu như không thể thực hiện được. Và không có bảo hiểm nhà thì hầu như không thể nào vay thế chấp mua nhà được.

Gần như toàn bộ những ai sống sót qua cơn bão Katrina đều bị mất nhà cửa trong thảm họa này, bởi vì gần ba phần tư tổng số nhà cửa của thành phố

đã bị hủy hoại. Có không dưới 1,75 triệu yêu cầu bồi thường về bất động sản và thiệt hại, với tổng số tổn thất bảo hiểm được ước tính là vượt quá 41 tỷ đô la, biến Katrina thành thảm họa đắt giá nhất trong lịch sử nước Mỹ hiện đại. [309]

Song Katrina không chỉ nhấn chìm New Orleans. Thảm họa này còn vạch trần những khuyết tật của một hệ thống bảo hiểm phân chia trách nhiệm giữa một bên là các công ty bảo hiểm tư nhân cung cấp bảo hiểm thiệt hại do gió và bên kia là chính phủ liên bang cung cấp bảo hiểm lụt lội, theo một nguyên tắc được đưa ra kể từ sau trận bão Betsy năm 1965. Liền sau thảm họa 2005 đó, hàng nghìn nhân viên định giá tài sản của các công ty bảo hiểm đã tỏa ra khắp nơi dọc theo đường ven biển Louisiana và Mississippi. Theo nhiều cư dân địa phương, nhiệm vụ của những người này không phải là để giúp những người mua bảo hiểm đang lâm vào cảnh khốn cùng, mà là để tìm cách tránh chi trả bằng cách khẳng định rằng thiệt hại nhà cửa của họ là do lụt lội chứ không phải do gió. [310] Các công ty bảo hiểm đã không tính tới một trong những người mua hợp đồng bảo hiểm của họ là cựu phi công Hải quân Mỹ và luật sư nổi tiếng Richard F. Scruggs, người đã từng được ca tụng là ông vua đòi bồi thường thiệt hại (King of Torts).



New Orleans sau trận bão Katrina: nơi bảo hiểm thất bại

"Dickie" Scruggs lần đầu tiên vang danh báo chí vào thập niên 1980, khi ông đại diện cho các công nhân đóng tàu bị hủy hoại phổi đến mức nguy kịch do hít phải bụi amiăng, và đã đạt được vụ dàn xếp trị giá 50 triệu đô la. Song đó chỉ là một đồng xu nhỏ so với con số mà sau này ông đã buộc các công ty thuốc lá phải trả: trên 200 tỷ đô la cho Mississippi và 45 bang khác để bồi hoàn chi phí hỗ trợ y tế cho các bệnh liên quan đến thuốc lá. Vụ kiện này (được lưu danh muôn thuở trong bộ phim *The Insider* [Người trong cuộc]) đã biến Scruggs thành một người giàu có. Tiền trả cho ông trong vụ kiện tập thể về thuốc lá nghe đồn lên tới 1,4 tỷ đô la, tức là 22.500 đô la cho mỗi giờ làm việc của công ty luật của ông. Đó chính là tiền mà ông đã sử dụng để mua ngôi nhà sát mép nước trên đại lộ Beach ở Pascagoula, chỉ cách một quãng đường ngắn (bằng máy bay phản lực riêng, tất nhiên rồi) tính từ văn phòng của ông ở Oxford, Mississippi. Tất cả những gì còn lại của ngôi nhà đó sau Katrina là một cái nền bê tông cộng với vài bức tường bị phá hỏng nặng nề đến mức buộc phải ủi đi. Mặc dù ông đã được công ty bảo hiểm của mình bồi thường (quyết định khôn ngoan), song Scruggs đã tức giận khi nghe về cách đối xử với những người mua hợp đồng bảo hiểm khác. Trong số những người mà ông đề nghị được đại diện có anh rể ông là Trent Lott, cựu lãnh tụ phe đa số của đảng Cộng hòa ở Thượng viện, và bạn ông là thượng nghị sĩ Gene Taylor; cả hai người này đều bị mất nhà do Katrina và đã bị các nhà bảo hiểm của họ bỏ mặc. [311] Trong một loạt vụ kiện thay mặt cho những người mua hợp đồng bảo hiểm, Scruggs đã lập luận rằng các hãng bảo hiểm (mà chủ yếu là State Farm và All State) đang tìm cách nuốt lời hứa đối với trách nhiệm pháp lý của họ. [312] Ông và "Nhóm Scruggs Katrina" của mình đã tiến hành một nghiên cứu chi tiết về khí tượng học để cho thấy là hầu như tất cả thiệt hại ở các khu vực như Pascagoula đều gây ra bởi gió, nhiều giờ đồng hồ trước khi nước lụt tràn đến. Scruggs cũng được hai nhân viên tính toán bảo hiểm tiếp cận, tiết lộ rằng công ty mà họ làm việc đã sửa đổi các báo cáo nhằm đổ hư hại cho lụt thay vì cho gió. Lợi nhuận kỷ lục của các công ty bảo hiểm trong năm 2005 và 2006 chỉ càng kích thích thêm ham muốn đòi báo ứng của Scruggs. [313] Ông đã nói với tôi khi chúng tôi gặp nhau ở trên mảnh đất hoang tàn vốn là ngôi nhà của ông trước kia: "Thành phố này là nhà của tôi đã năm mươi năm nơi tôi gây dựng gia đình mình nơi khiến tôi luôn tự hào. Tôi thấy đau lòng khi nhìn cảnh tượng này." Đến lúc đó hãng State Farm đã dàn xếp ngoài tòa 640 vụ kiện của Scruggs thay mặt cho các khách hàng có yêu cầu bồi thường bị bác bỏ lúc đầu, với số tiền chi trả là 80 triệu đô la; và hãng này cũng đồng ý xét lại 36.000 yêu cầu khác. [314] Tưởng chừng như các nhà bảo hiểm đã bắt đầu lùi bước. Tuy nhiên, chiến dịch của Scruggs đương đầu với các công ty này đã sụp đổ vào tháng 11/2007, khi ông cùng con trai Zachary và ba cộng sự bị cáo buộc là tìm

cách hối lộ một vị thẩm phán của tòa án bang trong vụ kiện xuất phát từ một tranh chấp về các chi phí kiện tụng liên quan đến Katrina. [315] Scruggs hiện phải đối diện với một bản án tù tối đa là năm năm. [316]

Sự việc này nghe có vẻ giống như một câu chuyện thông thường về thói mập mờ đạo đức của miền Nam, hay là thêm một bằng chứng nữa cho thấy những ai sống bằng đòi bồi thường thì cũng chết bởi đòi bồi thường. Song bất chấp sự tụt dốc của Scruggs từ một người hảo tâm thành một kẻ phạm trọng tội, thực tế vẫn còn đó là cả State Farm và All State đều đã tuyên bố một phần lớn vùng Vịnh Mexico là khu vực "không bảo hiểm". Việc gì phải mạo hiểm ký lại các hợp đồng bảo hiểm ở đây, nơi mà thảm họa thiên nhiên xảy ra quá ư thường xuyên, và sau mỗi thảm họa các công ty lại phải đương đầu với những người như Dickie Scruggs? Hàm ý mạnh mẽ nhất có lẽ là việc cung cấp bảo hiểm cho những cư dân sống ở các vùng như Pascagoula và Saint Bernard là điều mà khu vực tư nhân không muốn làm nữa. Song vẫn hoàn toàn chưa rõ liệu các nhà lập pháp Mỹ có sẵn sàng lãnh trách nhiệm pháp lý do tiếp tục mở rộng bảo hiểm của nhà nước hay không. Tổng số thiệt hại không được bảo hiểm gây ra bởi các cơn bão trong năm 2005 ước chừng sẽ làm chính phủ liên bang tốn ít nhất là 109 tỷ đô la hỗ trợ sau thảm họa và 8 tỷ đô la tiền miễn giảm thuế, gần gấp ba lần thiệt hại của bảo hiểm được ước tính. [317] Theo Naomi Klein, đây là triệu chứng của "Phức cảm chủ nghĩa tư bản thảm họa" hoạt động vô hiệu quả, tạo ra lợi nhuận cá nhân cho một số người trong khi bắt những người đóng thuế phải thanh toán chi phí thực sự của thảm họa. [318] Đứng trước những hóa đơn tai hại như vậy, đâu là cách ứng xử đúng đắn? Khi mà bảo hiểm thất bại, liệu rằng việc quốc hữu hóa tất cả các thảm họa thiên nhiên - tức là tạo ra trách nhiệm khổng lồ không hạn chế đối với chính phủ - có phải là giải pháp thay thế duy nhất không?

Tất nhiên, cuộc sống luôn đầy rẫy hiểm nguy. Từ trước tới nay vẫn luôn có bão, cũng như luôn có chiến tranh, dịch bệnh và nghèo đói. Và các thảm họa thiên nhiên có thể là những vụ việc cá nhân nhỏ nhặt, cũng có thể là những vấn đề lớn của công chúng. Mỗi một ngày, đều có những người đàn ông và đàn bà bị ốm hoặc bị thương, và đột ngột không thể làm việc được nữa. Tất cả chúng ta đều sẽ già và không còn sức lực để kiếm miếng ăn hằng ngày cho mình. Một số người kém may mắn sinh ra đã không có khả năng tự lo liệu cho mình. Và sớm hay muộn thì tất cả chúng ta rồi sẽ chết, thường là để lại sau một hay nhiều người sống phụ thuộc vào mình. Điểm mấu chốt là ở chỗ rất ít trong số các tai ương đó là sự kiện ngẫu nhiên. Bão cũng xảy ra theo xác suất nhất định, giống như dịch bệnh và chết chóc. Trong mỗi thập niên kể từ 1850, nước Mỹ đều phải chịu từ một đến mười cơn bão lớn (được định nghĩa là bão có tốc độ gió trên 170 cây số một giờ và sóng dâng trên hai

mét rưỡi). Hiện còn chưa rõ là thập niên hiện tại liệu có phá kỷ lục của thập niên 1940 với mười cơn bão như vậy. [319] Bởi chúng ta có số liệu từ một thế kỷ rưỡi vừa qua, chúng ta có thể tính xác suất xảy ra và quy mô của các trận bão. Công binh Quân đội Mỹ đã mô tả bão Katrina là trận bão 1/396, tức là có xác suất 0,25% một cơn bão lớn như vậy tàn phá nước Mỹ trong bất kỳ năm nào. [320] Một quan điểm hơi khác được Công ty Giải pháp Quản lý Rủi ro nêu ra chỉ vài tuần trước khi cơn bão này tràn đến, đánh giá cơn bão cỡ như Katrina là một sự kiện xảy ra 40 năm một lần. [321] Các đánh giá khác nhau đó cho thấy là, cũng giống như động đất và chiến tranh, các trận bão có lẽ thuộc lĩnh vực bất định chứ không phải là thứ rủi ro đã được hiểu đầy đủ. [322] Xác suất có thể được tính toán với độ chính xác cao hơn đối với hầu hết các rủi ro khác mà con người phải đối mặt, chủ yếu là bởi vì chúng xảy ra thường xuyên hơn, do vậy các quy luật thống kê có thể dễ dàng được nhận thấy hơn. Rủi ro bị chết trong toàn bộ cuộc đời của một người Mỹ trung bình do phải đối diện với các sức mạnh của tự nhiên, kể cả các loại thảm họa thiên nhiên, được ước tính là 1/3.288. Con số tương ứng đối với cái chết do hỏa hoạn trong tòa nhà là 1/1.358. Xác suất một người Mỹ trung bình bị bắn chết là 1/314. Song anh hoặc chị ta thậm chí còn có nhiều khả năng hơn là sẽ tự tử (1/114); sẽ chết trong một tai nạn giao thông chí tử (1/78); và nhiều khả năng nhất là chết do ung thư (1/5). [323]

Trong các xã hội nông nghiệp tiền hiện đại, hầu như bất kỳ người nào cũng chịu nguy cơ lớn sẽ chết sớm do thiếu dinh dưỡng hoặc bệnh tật, đấy là chưa nói đến chiến tranh. Con người vào thời đó chỉ có thể làm được rất ít so với các thế hệ sau này trong việc phòng bệnh. Họ chủ yếu tìm cách làm nguôi giận các vị thần hoặc Thượng đế, những người mà họ cho là quyết định sự đói kém, dịch bệnh và xâm lược. Phải lâu lắm con người mới đánh giá đúng tầm quan trọng của tính quy luật đo lường được trong thời tiết, hay sản lượng thu hoạch và bệnh truyền nhiễm. Phải đến mãi sau này - vào thế kỷ 18 và 19 - con người mới bắt đầu ghi chép một cách hệ thống lượng mưa, sản lượng thu hoạch và số người chết theo phương pháp giúp tính được xác suất. Song từ trước khi con người làm được như vậy, họ đã hiểu được tiết kiệm là khôn ngoan: để dành tiền cho một ngày mưa cực lớn theo nghĩa bóng (và trong các xã hội nông nghiệp thì là nghĩa đen). Các xã hội nguyên thủy ít nhất đã tìm cách tích trữ lương thực và thực phẩm để giúp họ khắc phục những thời kỳ khốn khó. Và con người thời bộ lạc đã hiểu một cách trực giác từ thuở ban đầu rằng cần thiết phải tập hợp các nguồn lực lại, bởi làm thế sẽ có được sự an toàn thật sự nhờ số lượng lớn. Cũng thích đáng, do tính dễ tổn thương kinh niên của tổ tiên chúng ta, là các hình thức bảo hiểm xuất hiện sớm nhất có lẽ là các hội mai táng, là tổ chức để dành nguồn lực nhằm đảm bảo cho các thành viên của bộ lạc được mai táng tươm tất. (Các

hội như vậy hiện nay vẫn là hình thức tổ chức tài chính duy nhất ở một số vùng nghèo nhất của Đông Phi.) Tiết kiệm trước khi những điều bất lợi có thể xảy ra trong tương lai vẫn luôn là nguyên tắc nền tảng của bảo hiểm, dù là để đề phòng cái chết, ảnh hưởng của tuổi già, ốm đau hay tai nạn. Bí quyết là ở chỗ biết được cần tiết kiệm bao nhiêu và phải làm gì với số tiền tiết kiệm để đảm bảo rằng, không như ở New Orleans sau Katrina, vẫn còn đủ tiền trong số vốn góp để trang trải chi phí cho hiểm họa sau khi nó ập đến. Song để làm được điều đó bạn phải thận trọng trên mức bình thường. Và điều này cung cấp cho chúng ta một manh mối quan trọng để tìm hiểu đâu là nơi mà bảo hiểm bắt đầu. Còn đâu nữa ngoài xứ Scotland tươi đẹp và dè sẻn?

Nhận sự che chở

Người ta nói dân Scotland chúng tôi là những kẻ bi quan. Có thể điều đó là do thời tiết - toàn những ngày mưa gió ảm đạm. Có thể là do những năm tháng vô tận không ngẩng đầu lên được về thể thao. Hay có thể là do thuyết Calvin mà những người ở vùng Lowland như gia đình tôi đã hưởng ứng vào thời Cải cách. Thuyết thiên định không phải là một tín điều hoan hỉ, mặc dù cũng logic khi giả định là Đức Chúa Trời toàn tri đã biết ai trong số chúng ta ("Người được chọn") sẽ lên thiên đường, và ai trong chúng ta (một số lớn hơn nhiều những kẻ tội lỗi vô vọng) sẽ xuống địa ngục. Dù là nguyên nhân gì đi nữa, hai vị mục sư của Giáo hội Scotland xứng đáng được ghi nhận là đã phát minh ra quỹ bảo hiểm đầu tiên từ hơn 250 năm trước, vào năm 1744.

Đúng là các công ty bảo hiểm đã tồn tại từ trước đó. Bảo hiểm thân tàu buôn là nơi mà bảo hiểm đã khởi nguồn với tư cách là một nhánh kinh doanh. Một số người cho rằng các hợp đồng bảo hiểm đầu tiên có từ đầu thế kỷ 14 ở Ý, khi việc chi trả cho *securita* (sự đảm bảo) bắt đầu xuất hiện trong các giấy tờ kinh doanh. Song những ví dụ đầu trong các dàn xếp đó mang tính chất các khoản vay có điều kiện dành cho các nhà buôn (như ở Babylon cổ đại), và có thể bị hủy bỏ nếu gặp phải rủi ro, chứ không phải các hợp đồng bảo hiểm theo nghĩa hiện đại. [324] Trong *Gã lái buôn thành Venice*, các "con tàu" của Antonio rõ ràng là không được bảo hiểm, khiến cho anh bị đẩy vào tình thế hiểm nguy do ý định giết người của Shylock. Cho đến thập niên 1350, các hợp đồng bảo hiểm thực sự mới bắt đầu xuất hiện, với mức phí bảo hiểm dao động từ 15% đến 20% tổng số tài sản được bảo hiểm, đến thế kỷ 15 tụt xuống dưới 10%. Một hợp đồng bảo hiểm điển hình trong thư khố của thương gia Francesco Datini (1335-1410) quy định rằng các nhà bảo hiểm đồng ý chấp nhận các rủi ro "từ Chúa, từ biển, từ tàu chiến, từ lửa, từ việc vứt bỏ hàng khi gặp nguy, từ sự giam giữ bởi các lãnh chúa, bởi các thị dân hay bởi bất kỳ người nào khác, từ việc trả thù, bị bắt giữ, từ bất kỳ thiệt

hại, nguy hiểm, rủi ro, trở ngại hoặc tai họa nào có thể xảy ra, ngoại trừ khâu đóng hàng và hải quan" cho tới khi hàng hóa đã có bảo hiểm được dỡ an toàn tại đích đến của chúng. [325] Dần dần các hợp đồng như vậy đã được tiêu chuẩn hóa - một tiêu chuẩn có thể tồn tại hàng thế kỷ sau khi nó được đưa vào *lex mercatoria* (luật thương mại). Tuy nhiên, các nhà bảo hiểm đó không phải là các chuyên gia, mà họ chỉ là các thương gia vẫn tham gia kinh doanh bằng tiền riêng của họ.

Bắt đầu vào cuối thế kỷ 17, một cái gì đó giống thị trường bảo hiểm chuyên dụng hơn mới bắt đầu hình thành ở London. Chắc hẳn mọi người đã tỉnh ra sau vụ Đại Hỏa hoạn năm 1666 thiêu hủy hơn 13.000 ngôi nhà [326]. Mười bốn năm sau đó, Nicholas Barbon thành lập công ty bảo hiểm hỏa hoạn đầu tiên. Cũng khoảng cùng quãng thời gian đó, một thị trường bảo hiểm hàng hải chuyên biệt bắt đầu kết tinh tại quán cà phê của Edward Lloyd trên phố Tower (sau này chuyển sang phố Lombard) của London. Trong khoảng từ thập niên 1730 đến thập niên 1760, thông lệ trao đổi thông tin tại quán cà phê Lloyd's dần dà trở thành một thủ tục quen thuộc, cho đến năm 1774 khi Hiệp hội Lloyd's được hình thành tại Sàn Giao dịch Hoàng gia, lúc đầu có 79 thành viên suốt đời, mỗi người trong số đó đóng 15 bảng tiền hội phí. So với các công ty kinh doanh độc quyền trước đó, Lloyd's là một thực thể khá sơ đẳng, thực chất chỉ là một hiệp hội không mang tư cách pháp nhân liên kết những người tham gia thị trường. Trách nhiệm của những người ký nhận trách nhiệm thanh toán bảo hiểm (những người ghi tên mình vào hợp đồng bảo hiểm theo đúng nghĩa đen, và do vậy còn được biết đến như là "những người đứng tên" của Lloyd's) là không giới hạn. Và các dàn xếp tài chính thuộc loại mà ngày nay gọi là thu đâu trả đấy (pay as you go), nhằm thu đủ số phí bảo hiểm trong một năm bất kỳ để trang trải cho các chi trả của năm đó và để lại một khoản chênh lệch lợi nhuận. Trách nhiệm hữu hạn đến với ngành kinh doanh bảo hiểm cùng với sự thành lập Văn phòng Bảo hiểm Sun (năm 1710), một công ty chuyên bảo hiểm hỏa hoạn, và mười năm sau đó (vào đỉnh cao của Bong bóng South Sea) là Tập đoàn Bảo hiểm Giao dịch Hoàng gia và Công ty Bảo hiểm London, là các công ty tập trung vào bảo hiểm nhân thọ và hàng hải. Tuy nhiên, cả ba công ty này vẫn còn làm việc theo nguyên tắc thu đâu trả đấy. Số liệu từ Công ty Bảo hiểm London cho thấy lợi nhuận từ phí bảo hiểm thường là - song không phải luôn luôn - vượt mức chi trả, đồng thời cho thấy các giai đoạn chiến tranh với Pháp đã tạo ra các đỉnh cao vút đối với cả hai mức này. (Một phần lý do quan trọng là vì trước năm 1793, các nhà bảo hiểm Anh vẫn thường bán bảo hiểm cho các thương gia Pháp. [327] Trong thời bình thông lệ này lại được tiếp tục. Do vậy khi nổ ra Thế chiến thứ nhất thì hầu hết đội tàu buôn Đức được bảo hiểm bởi Lloyd's. [328])

Bảo hiểm nhân thọ cũng đã tồn tại từ thời Trung Cổ. Các sổ sách kế toán của thương gia Bernardo Cambi ở Florence có đề cập đến các khoản bảo hiểm nhân thọ của Giáo hoàng (Nicholas V), của Tổng trấn Venice (Francesco Foscari) và Vua xứ Aragon (Alfonso V). Tuy nhiên, tất cả những món bảo hiểm đó chẳng mấy hơn những vụ cá cược mà Cambi thực hiện tại các cuộc đua ngựa. [329] Thực sự thì tất cả các dạng bảo hiểm đó - thậm chí kể cả bảo hiểm tàu biển phức tạp nhất - đều là một dạng đánh bạc. Vẫn còn chưa tồn tại một cơ sở lý thuyết thích hợp để đánh giá những rủi ro được đưa ra bảo hiểm. Sau đó, trong một cuộc canh tân tri thức mạnh mẽ, bắt đầu vào khoảng năm 1660, cơ sở lý thuyết mới được tạo lập. Thực chất, có sáu điểm đột phá trọng yếu:

1. *Xác suất*. Nhà toán học Pháp Blaise Pascal trong cuốn Ars Cogitandi (Nghệ thuật tư duy) dẫn lời một tu sĩ Port Royal rất thâm thúy rằng "nỗi lo sợ bị tổn hại không chỉ cần tỷ lệ thuận với tính chất nghiêm trọng của tổn hại, mà còn với xác suất xảy ra sự kiện". Pascal và bạn của ông, Pierre de Fermat, đã săm soi các bài toán xác suất trong nhiều năm, song đối với sự phát triển của bảo hiểm, đây là một điểm cực kỳ quan trọng.

2. *Tuổi thọ trung bình*. Trong cùng năm cuốn sách *Ars Cogitandi* của Pascal xuất hiện (1662), John Graunt đã công bố "Các quan sát tự nhiên và chính trị... dựa trên bản thống kê số người chết" của mình, nhằm ước tính xác suất chết theo từng lý do cụ thể nào đó dựa trên thống kê chính thức tỷ lệ người chết của London. Tuy nhiên, số liệu của Graunt không bao gồm tuổi khi chết, do vậy giới hạn kết quả có thể được luận ra một cách hợp lý từ dữ kiện đó. Một thành viên của Hội Hoàng gia như ông, Edmund Halley, đã tạo ra bước đột phá quan trọng bằng cách sử dụng số liệu mà Hội được cung cấp từ thị trấn Breslau nước Phổ (nay là Wroclaw của Ba Lan). Bảng tuổi thọ của Halley dựa trên 1.238 ca sinh và 1.174 ca chết được ghi chép đã cho thấy tỷ lệ khả năng không chết trong một năm nhất định: "Xác suất là 100/1 để một người tuổi 20 sẽ không chết trong vòng một năm nữa, và là 38/1 đối với một người ở tuổi 50..." Đây chính là một trong những hòn đá đặt nền móng cho môn toán bảo hiểm. [330]

3. *Độ chắc chắn*. Jacob Bernoulli đã nêu ra năm 1705 rằng, "Trong những điều kiện tương tự nhau, việc xảy ra (hoặc không xảy ra) một sự kiện trong tương lai sẽ tuân theo cùng một quy luật như quan sát được trong quá khứ." Luật số lớn (Law of large numbers) của ông đã nêu rằng có thể suy luận tương đối chắc chắn, chẳng hạn, về tổng số viên bi trong một lọ chứa đầy hai loại bi dựa trên cơ sở mẫu. Điều này tạo cơ sở cho khái niệm ý nghĩa thống kê và các công thức xác suất hiện đại với những khoảng tin cậy cho trước (chẳng hạn, tuyên bố rằng 40% số viên bi trong lọ là màu trắng với khoảng tin cậy là 95% tức muốn nói rằng giá trị chính xác nằm ở đâu đó trong

khoảng từ 35% đến 45%, tức là 40% cộng trừ 5%).

4. *Phân phối chuẩn*. Chính Abraham de Moivre là người đã chứng minh rằng các kết quả của bất kỳ một quá trình lặp đi lặp lại nào cũng có thể được phân bố theo một đường cong dựa theo phương sai của chúng xung quanh giá trị trung bình, hoặc độ lệch chuẩn. "Ngẫu nhiên tạo ra các giá trị bất quy luật," Moivre viết năm 1733, "song Xác suất sẽ vô cùng lớn, tức là theo Thời gian, các giá trị bất quy luật đó sẽ không tạo ra ảnh hưởng tới sự lặp lại của Trật tự được tạo ra một cách tự nhiên từ Thiết kế ban đầu." Đường cong hình quả chuông mà chúng ta đã gặp ở Chương 3 thể hiện phân phối chuẩn, trong đó 68,2% kết quả nằm trong dải một độ lệch chuẩn (cộng hoặc trừ) so với giá trị trung bình.

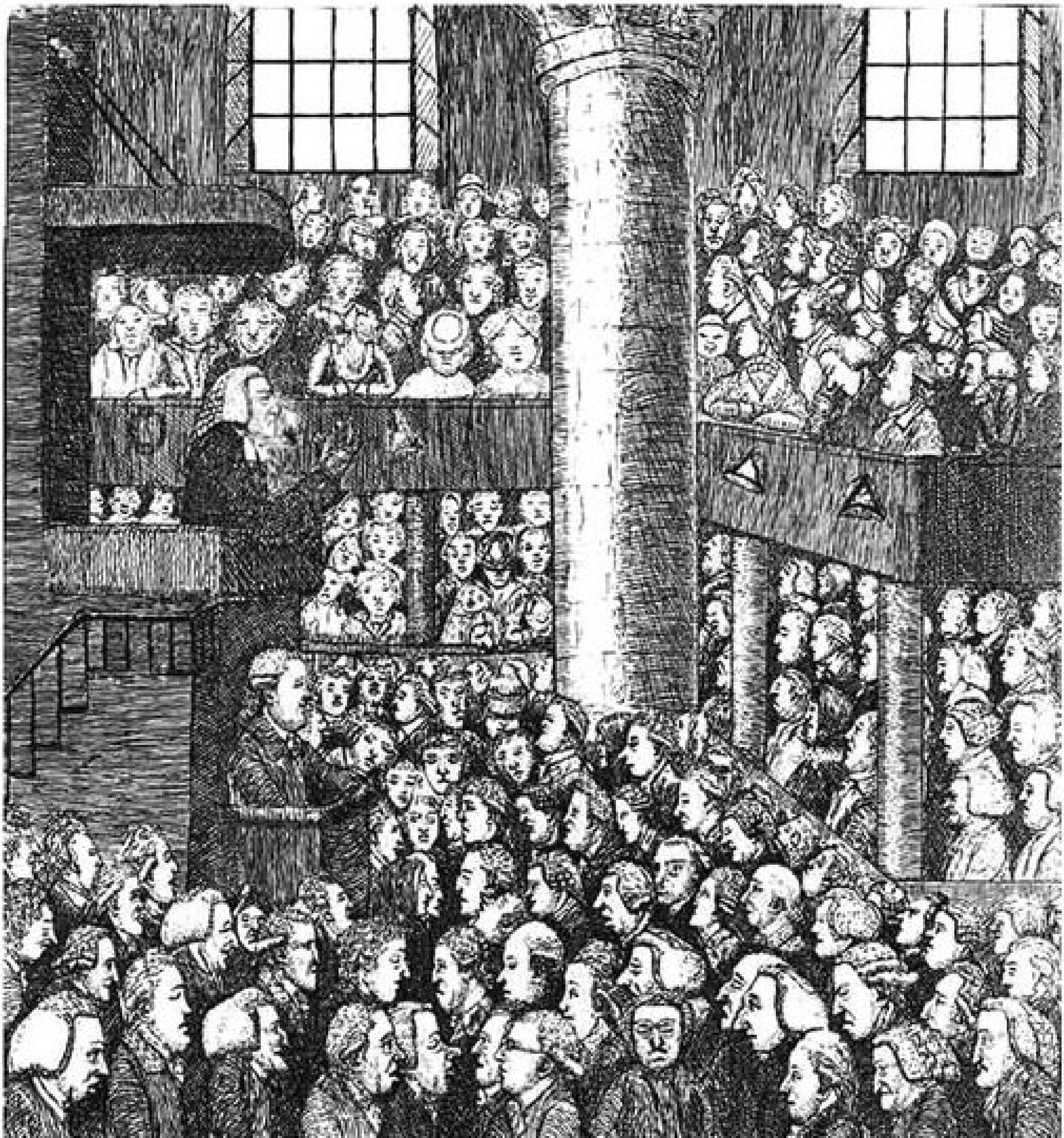
5. *Độ thỏa dụng*. Năm 1738, nhà toán học Thụy Sĩ Daniel Bernoulli đã nêu lên rằng, "Giá trị của một vật nào đó không thể dựa trên giá tiền của nó, mà dựa trên tính thỏa dụng mà nó mang lại," và rằng "tính thỏa dụng khi tài sản gia tăng ít sẽ tỷ lệ nghịch với số lượng hàng hóa sở hữu trước đó" - nói cách khác, 100 đô la có giá trị lớn hơn đối với một người nào đó nằm ở thu nhập trung vị, hơn là đối với một nhà quản lý quỹ bảo hiểm.

6. *Phép suy luận Bayes*. Trong "Luận về giải một bài toán trong học thuyết xác suất", được xuất bản sau khi ông mất năm 1764, Thomas Bayes đã đặt ra bài toán sau đây: "Cho biết số lần thành công và thất bại của một sự kiện bất kỳ. Tính toán để xác suất thành công trong một lần thử nằm giữa hai xác suất cho trước." Lời giải ông đưa ra, "Xác suất của một sự kiện bất kỳ là tỷ số giữa hai giá trị, một là kỳ vọng phụ thuộc vào sự kiện đó và hai là giá trị của điều được kỳ vọng sau khi sự kiện đó diễn ra." Đây là nguồn gốc của một công thức hiện đại, rằng độ thỏa dụng kỳ vọng là xác suất của một sự kiện nhân với khoản lợi nhận được trong trường hợp xảy ra sự kiện đó [331].

Tóm lại, không phải các thương gia mà chính các nhà toán học đã khởi xướng ngành bảo hiểm hiện đại. Song vẫn phải có các thầy dòng để chuyển lý thuyết thành thực hành.

Nghĩa địa ở nhà thờ Greyfriars, trên một ngọn đồi nằm chính giữa trung tâm khu phố cổ của Edinburgh, ngày nay nổi tiếng nhất nhờ tượng Greyfriars Bobby, chú chó Skye trung thành không chịu rời bỏ mộ chủ của mình, và còn nổi tiếng với những kẻ chuyên ăn trộm mộ - cũng gọi là "Những kẻ khai mộ" - đến đây vào đầu thế kỷ 19 để cung cấp các xác chết cho khoa y của Đại học Tổng hợp Edinburgh mổ xẻ. Song tầm quan trọng của các thầy dòng Áo Nâu (dòng Francis) trong lịch sử tài chính là ở công trình toán học từ rất sớm của mục sư Robert Wallace và bạn ông là Alexander Webster, mục sư của Tolbooth. Cùng với Colin Maclaurin, giáo sư toán học tại Đại học Edinburgh, họ đã thành công trong việc tạo ra một quỹ bảo hiểm hiện đại đầu tiên dựa trên các nguyên tắc thống kê bảo hiểm và tài chính chuẩn xác hơn là dựa trên sự đánh cược vụ lợi.

Sống ở Auld Reekie, biệt danh đặt cho thủ đô đặc biệt hôi hám của Scotland vào hồi đó, Wallace và Webster ý thức rất rõ về sự mong manh của thân phận con người. Bản thân họ cũng sống đến tuổi cao lão: 74 và 75, song Maclaurin thì chết ở tuổi mới 48 khi ngã ngựa và bị chấn thương trong lúc tìm cách chạy trốn khỏi sự truy lùng của những người ủng hộ James Đệ Nhị trong cuộc nổi dậy năm 1745. Cuộc xâm lăng của những người vùng cao nguyên Scotland ủng hộ Giáo hoàng chỉ là một trong những mối nguy hiểm mà người dân Edinburgh phải đối mặt vào giữa thế kỷ 18. Tuổi thọ trung bình ở đây có lẽ không khá gì hơn so với ở nước Anh, vốn chỉ là 37 cho đến những năm 1800. Thậm chí nó có thể còn tệ ngang London, nơi có tuổi thọ trung bình chỉ là 23 vào cuối thế kỷ 18 - có khi còn tồi tệ hơn, do điều kiện vệ sinh cực kỳ khủng khiếp ở thủ đô Scotland. [332] Đối với Wallace và Webster, có một nhóm người đặc biệt dễ lâm vào hoạn nạn do hậu quả của việc chết yểu. Theo Đạo luật Ann (1672), vợ góa và con côi của một mục sư Giáo hội Scotland qua đời chỉ nhận được thù lao nửa năm của ông ta trong năm mục sư đó chết. Sau đó, họ phải đối mặt với tình cảnh cơ hàn. Một phương sách bổ sung đã được Tổng Giám mục Edinburgh đưa ra năm 1711, nhưng dựa trên cơ sở thu đâu trả đấy truyền thống. Wallace và Webster biết rằng như vậy là không thỏa đáng.



Tinh thần bảo hiểm: Alexander Webster đang giảng đạo ở Edinburgh

Chúng ta thường hay coi các mục sư Scotland như những ví dụ điển hình về tính khôn ngoan và tiết kiệm, được tạo nên bởi tâm lý đề phòng những sự trừng phạt của thánh thần luôn đe dọa họ trước mỗi một vi phạm dù nhỏ nhất. Trên thực tế Robert Wallace vừa là một kẻ nghiện rượu vừa là một thiên tài toán học, thường rất thích cạn chén với các bạn rượu của mình ở Câu lạc bộ Ranken, một nhóm thường hội họp ở nơi trước đây từng là Quán rượu Ranken. [333] Biệt hiệu của Alexander Webster là Bonum Magnum; người ta nói rằng "sức mạnh của rượu khó có thể tác động đến trí tuệ hay thân thể của Tiến sĩ Webster". Không ai có thể tỉnh táo hơn ông khi đụng

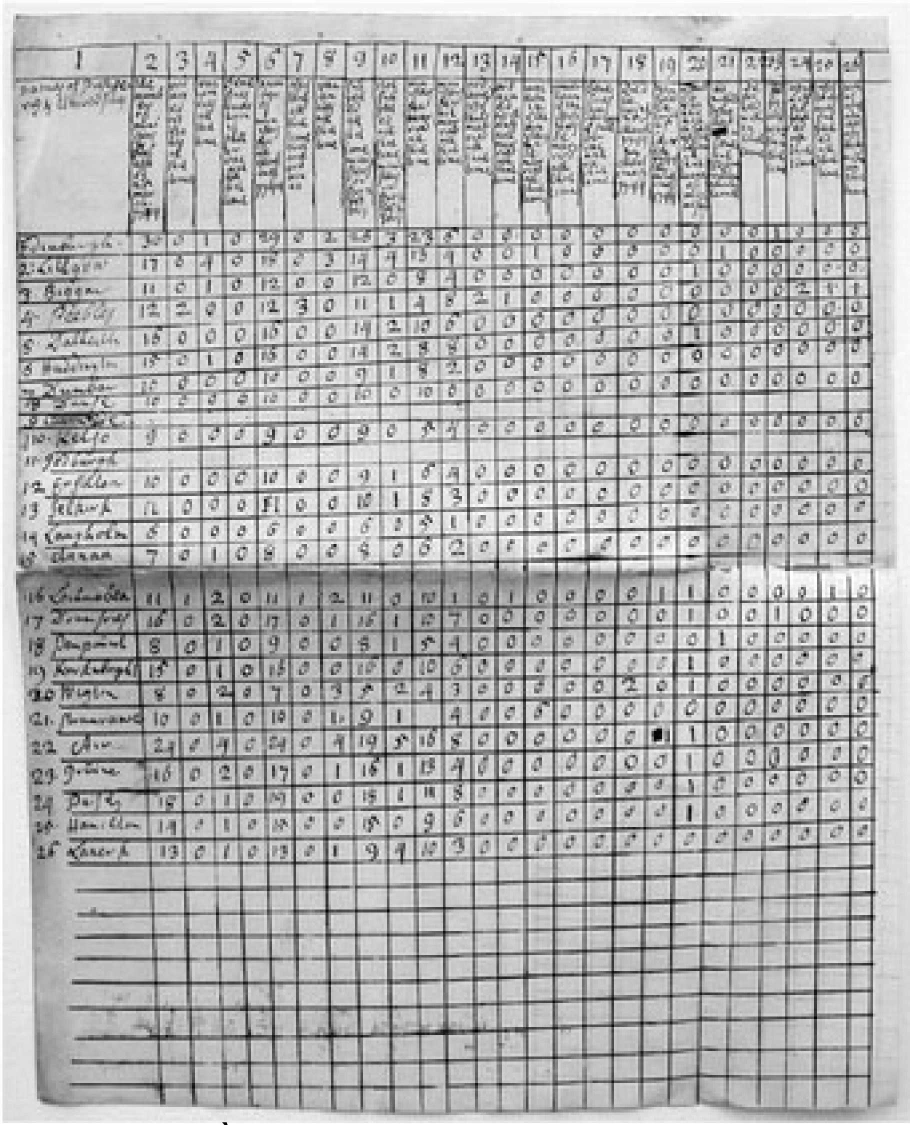
đến các tính toán về tuổi thọ trung bình. Phương thức mà Webster và Wallace đưa ra thật tài tình, phản ánh một thực tế rằng các ông là sản phẩm của cả thời kỳ Khai sáng ở Scotland thế kỷ 18 và phong trào Cải cách theo thuyết Calvin đã diễn ra trước đó. Thay vì chỉ buộc các mục sư phải đóng tiền bảo hiểm hằng năm để chăm nom các bà vợ góa con côi khi họ chết, các ông đã lập luận rằng số tiền bảo hiểm cần được sử dụng để tạo ra một quỹ có thể đem đầu tư có lãi. Các bà vợ góa con côi sẽ được chi trả từ lợi nhuận của món đầu tư, chứ không phải từ chính số tiền bảo hiểm. Tất cả những gì cần thiết để phương thức này hoạt động được là dự đoán chính xác số người được hưởng lợi nhuận trong tương lai và số tiền sẽ được tạo ra để hỗ trợ họ. Các nhà thống kê ngày nay vẫn còn kinh ngạc trước độ chính xác mà Webster và Wallace đã thực hiện các tính toán của mình. [334] "Chỉ có kinh nghiệm và sự tính toán chuẩn xác mới xác định được tổng số tiền tương ứng mà một bà vợ góa sẽ nhận được sau khi chồng chết," Wallace đã viết trong một bản thảo ban đầu, "song có thể khởi đầu bằng cách cho phép nhân gấp ba lần tổng số tiền mà người chồng đã đóng [hằng năm] trong đời mình..." Wallace sau đó đã đưa ra bằng chứng mà ông và Webster đã thu thập được từ tất cả các giáo xứ ở khắp Scotland. Dường như trung bình có tất cả "930 mục sư hiện diện trên đời ở mọi thời điểm":

... lấy trung bình hai mươi năm về trước, ta có 27 (trong số 930) mục sư chết mỗi năm, trong số đó 18 người để lại vợ góa, 5 người để lại con nhưng không để lại vợ, 2 người để lại vợ đồng thời để lại con dưới 16 tuổi từ cuộc hôn nhân trước; và khi toàn bộ số bà vợ góa được tính, có ba người hưởng trợ cấp năm sẽ chết, hoặc lập gia đình, và để lại con dưới tuổi 16.

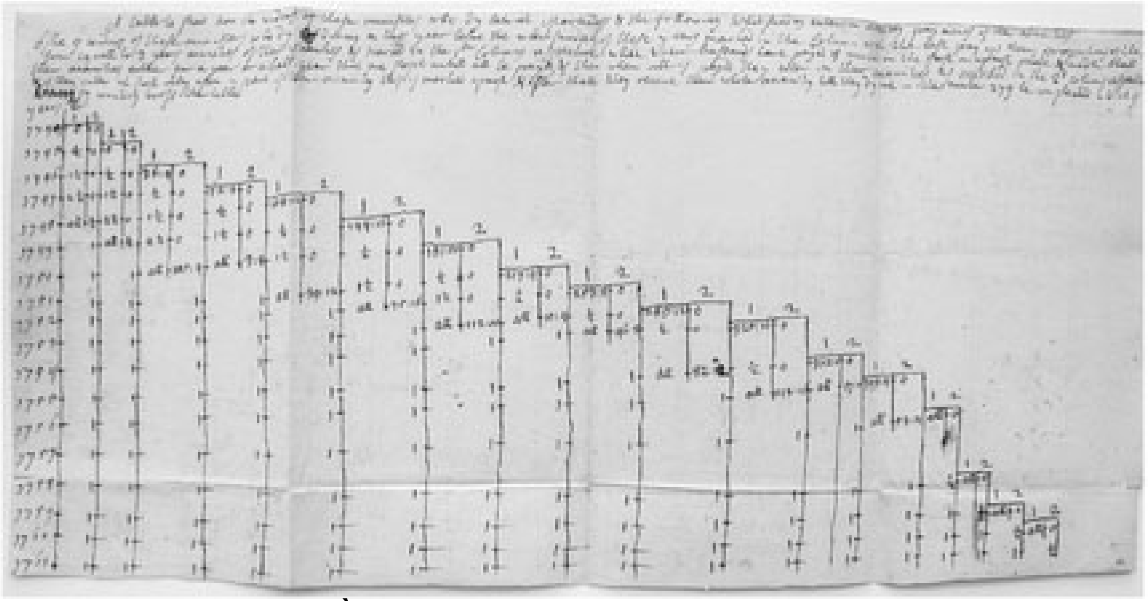
Wallace ban đầu ước tính con số lớn nhất các bà vợ góa sống tại bất kỳ thời điểm nào là 279; song Maclaurin đã chỉnh lại khi chỉ ra sai lầm là giả định một tỷ lệ chết không đổi đối với các bà vợ góa, bởi vì họ không có cùng tuổi. Để có một con số chính xác cao hơn, ông đã sử dụng các bảng tuổi thọ của Halley. [335]

Thời gian là phép kiểm định cho tính toán của họ. Theo phiên bản cuối cùng của phương án này, mỗi mục sư phải đóng một khoản phí bảo hiểm năm là từ 2 bảng 12 shilling 6 xu đến 6 bảng 11 shilling 3 xu (có bốn mức bảo hiểm cho phép lựa chọn). Số tiền thu được sau đó đưa vào một quỹ có thể được mang đi đầu tư có lãi (ban đầu là bằng cách cho các mục sư trẻ hơn vay) tạo ra lợi nhuận đủ để chi trả tiền trợ cấp hằng năm từ 10 bảng đến 25 bảng cho các bà vợ góa mới, phụ thuộc vào mức phí bảo hiểm đã đóng, và để trang trải chi phí quản lý quỹ. Nói cách khác, "Quỹ dành cho góa phụ và cô nhi của các mục sư Giáo hội Scotland" là một quỹ bảo hiểm đầu tiên hoạt động trên nguyên tắc tối đa, tức là vốn được tích lũy cho đến khi tiền lãi và tiền đóng góp đủ để chi trả số tiền trợ cấp hằng năm và chi phí có thể phát

sinh tối đa. Nếu dự đoán không đúng, quỹ có thể cao quá mức, hoặc gay go hơn, thấp hơn số tiền cần thiết. Sau ít nhất năm lần thử ước lượng tốc độ tăng trưởng của quỹ, Wallace và Webster đã thống nhất con số dự kiến tăng từ 18.620 bảng vào lúc ban đầu năm 1748 lên 58.348 bảng vào năm 1765. Họ chỉ tính sai có đúng một bảng. Số vốn thực tế của quỹ năm 1765 là 58.347 bảng. Cả Wallace và Webster đều đã sống đến ngày chứng kiến các tính toán của mình là chính xác.



Bảng tính toán ban đầu cho Quỹ Góa phụ Mục sư Scotland (I)



Bảng tính toán ban đầu cho Quỹ Góa phụ Mục sư Scotland (II)

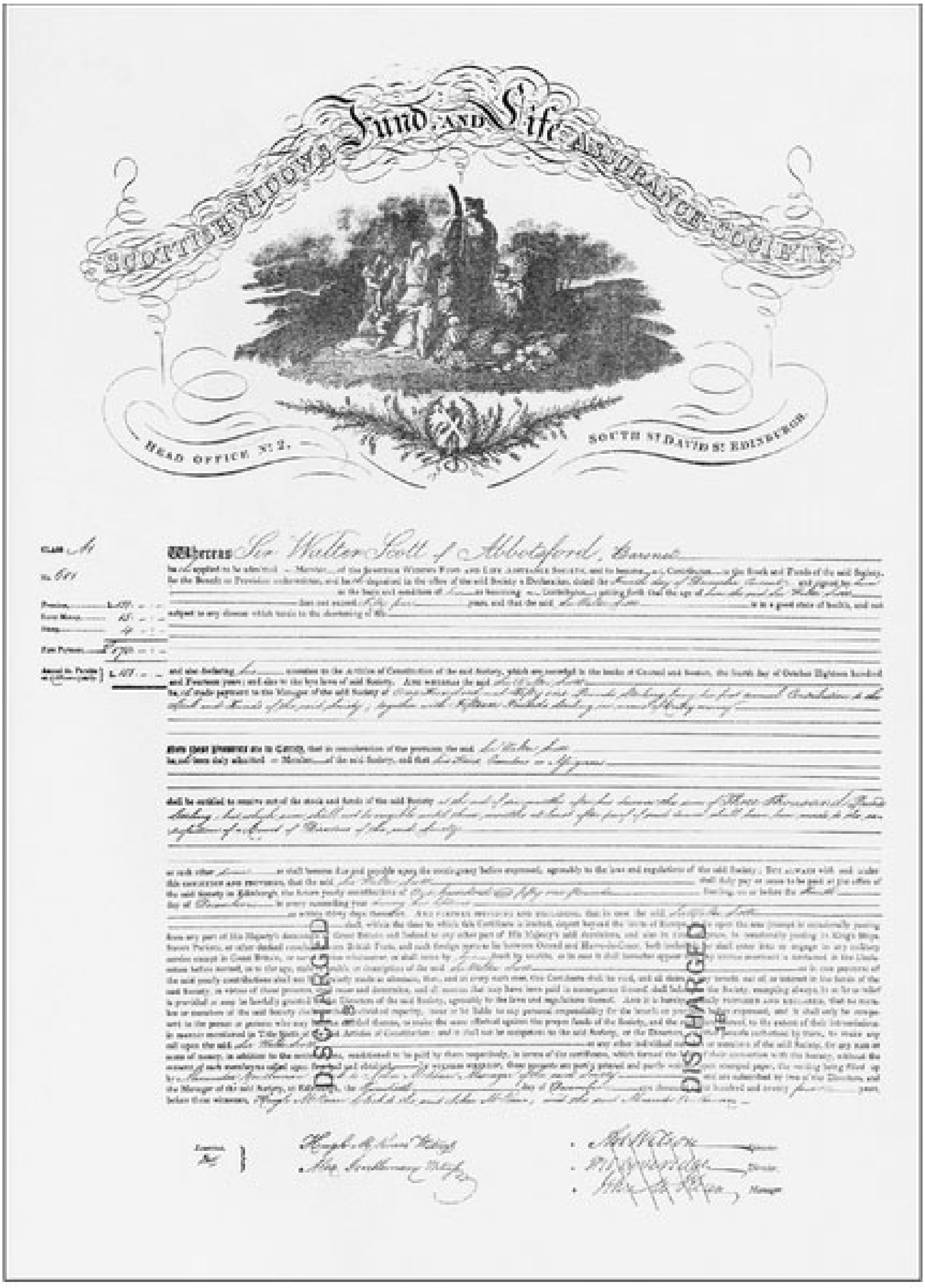
Năm 1930, chuyên gia bảo hiểm Đức Alfred Manes đã định nghĩa bảo hiểm một cách súc tích như sau:

Một tổ chức kinh tế dựa trên nguyên tắc cùng có lợi, được thành lập nhằm mục đích cung cấp một quỹ mà nhu cầu có nó xuất hiện từ sự cố có khả năng xảy ra với xác suất có thể ước tính được. [336]

Quỹ Góa phụ Mục sư Scotland là quỹ đầu tiên hiểu như vậy, và việc thành lập quỹ này thực sự là một mốc quan trọng trong lịch sử ngành tài chính. Nó tạo ra một mô hình không chỉ cho các mục sư Scotland, mà còn cho bất kỳ ai mong muốn cung cấp một quỹ bảo hiểm phòng cái chết bất ngờ. Thậm chí ngay cả trước khi quỹ đi vào hoạt động chính thức, các trường đại học Edinburgh, Glasgow và St Andrews đã đăng ký xin gia nhập. Trong vòng 20 năm tiếp theo, các quỹ tương tự đã cùng nở rộ theo mô hình đó trên khắp thế giới nói tiếng Anh, trong đó có Quỹ Mục sư Giáo hội Trưởng lão ở Philadelphia (năm 1761), Công ty Công bằng Anh (năm 1762), cũng như Liên đoàn Thống nhất Nhà thờ St Mary (năm 1768) cấp bảo hiểm cho vợ góa của các thợ thủ công Scotland. Đến năm 1815, nguyên tắc bảo hiểm đã trở nên phổ biến đến nỗi nó được sử dụng cho cả những người đã hy sinh khi chiến đấu chống lại Napoléon. Xác suất một người lính tử trận ở Waterloo là khoảng 1 trên 4. Song nếu được bảo hiểm, anh ta có được niềm an ủi khi biết rằng ngay cả nếu anh ta chết trên chiến trường thì vợ và con anh sẽ không bị ném ra ngoài đường (điều này đã tạo ra ý nghĩa hoàn toàn mới cho cụm từ "nhận sự che chở"). Đến giữa thế kỷ 19, được bảo hiểm cũng là biểu hiện của tư cách đáng trọng giống như đến nhà thờ vào ngày Chủ nhật vậy. Thậm chí cả những nhà viết tiểu thuyết, thường không có tiếng về sự thận trọng tài chính, cũng đã gia nhập. Sir Walter Scott [337] đã mua một hợp đồng bảo hiểm năm 1826 để đảm bảo với các chủ nợ là họ vẫn có thể lấy lại tiền của mình trong trường hợp ông chết. [338] Một quỹ ban đầu

được dự định hỗ trợ cho các góa phụ của vài trăm mục sư đã dần dần phát triển lên thành một quỹ bảo hiểm và lương hưu mà ngày nay chúng ta biết dưới tên hãng Scottish Widows. Mặc dù ngày nay đó chỉ là một trong số nhiều nhà cung cấp dịch vụ tài chính, và đã bị Ngân hàng Lloyds thâu tóm năm 1999, Scottish Widows hiện vẫn được xem như một ví dụ mẫu mực về các lợi ích của tính tằn tiện rao giảng trong thuyết Calvin, một phần không nhỏ nhờ vào một trong những chiến dịch quảng cáo thành công nhất lịch sử ngành tài chính. [339]

Điều mà không ai vào những năm 1740 có thể dự đoán được là, do số người đóng tiền bảo hiểm không ngừng tăng lên, các công ty bảo hiểm và họ hàng gần của chúng là các quỹ lương hưu đã vươn lên trở thành một số trong những nhà đầu tư lớn nhất thế giới, cái gọi là các tổ chức đầu tư mà ngày nay thống lĩnh thị trường tài chính toàn cầu. Sau Thế chiến thứ hai, khi các công ty bảo hiểm được phép đầu tư vào thị trường chứng khoán, chúng đã nhanh chóng giành được những miếng bánh to của nền kinh tế Anh, sở hữu khoảng một phần ba các công ty lớn của Anh vào giữa thập niên 1950. [340] Ngày nay, chỉ riêng Scottish Widows đã có trên 100 tỷ bảng nằm dưới sự quản lý của mình. Phí bảo hiểm tăng một cách đều đặn xét theo tỷ lệ so với tổng sản phẩm quốc nội tại các nước phát triển, từ khoảng 2% trước khi xảy ra Thế chiến thứ nhất lên gần 10% như hiện nay.


Scottish Widows' Fund and Life Assurance Society
Head Office No. 2. South St. David St. Edinburgh
Whereas Sir Walter Scott of Abbotsford, Baronet
DISCHARGED
DISCHARGED

Hợp đồng bảo hiểm nhân thọ của Sir Walter Scott

Như Robert Wallace đã nhận thức được từ 250 năm trước, trong bảo hiểm thì quy mô có vai trò quan trọng, bởi vì càng có nhiều người đóng bảo hiểm thì theo định luật về số trung bình, càng dễ dự đoán là mỗi năm cần phải chi trả bao nhiêu. Mặc dù ngày chết của từng người không thể biết trước được, các chuyên gia thống kê có thể tính toán tuổi thọ trung bình của một nhóm lớn người với độ chính xác đáng kinh ngạc bằng cách sử dụng các nguyên

tắc được áp dụng đầu tiên bởi Wallace, Webster và Maclaurin. Bên cạnh vấn đề những người mua hợp đồng bảo hiểm có khả năng sống được bao lâu, các công ty bảo hiểm cũng cần biết là đầu tư từ các quỹ của họ sẽ mang lại cái gì. Họ cần phải mua gì bằng số tiền bảo hiểm mà những người mua hợp đồng bảo hiểm đã đóng? Các trái phiếu tương đối an toàn chăng, như khuyến nghị của các nhà chức trách thời Victoria, chẳng hạn A. H. Bailey, trưởng bộ phận thống kê của Tập đoàn Bảo hiểm London? Hay là cổ phiếu, rủi ro hơn nhưng có thể có lợi nhuận cao hơn? Nói cách khác, bảo hiểm là nơi giao nhau giữa các rủi ro và bất định trong cuộc sống hằng ngày với các rủi ro và bất định của ngành tài chính. Thực ra mà nói thì khoa học thống kê đã tạo cho các công ty bảo hiểm một lợi thế sẵn có so với những người mua hợp đồng bảo hiểm. Trước khi xuất hiện lý thuyết xác suất hiện đại, các công ty bảo hiểm là người đánh bạc; ngày nay thì họ là sòng bạc. Có thể lập luận như Dickie Scruggs trước khi ông bị gục ngã, là thế bất lợi đã bị đẩy một cách bất công sang phía những người đánh cược, tức người mua hợp đồng bảo hiểm. Song như nhà kinh tế học Kenneth Arrow đã chỉ ra từ rất lâu, hầu hết chúng ta đều thích một canh bạc với 100% xác suất là thua nhỏ (khoản phí bảo hiểm hằng năm của chúng ta) và một xác suất nhỏ là thắng lớn (công ty bảo hiểm chi trả sau thảm họa), hơn là một canh bạc với 100% xác suất là thắng nhỏ (không đóng phí bảo hiểm) song xác suất thua to thì chưa rõ (không được chi trả sau thảm họa). Đó chính là lý do tại sao nghệ sĩ đàn ghita Keith Richards đã bảo hiểm các ngón tay của mình còn ca sĩ Tina Turner thì bảo hiểm đôi chân của cô. Chỉ khi nào các công ty bảo hiểm không chi trả một cách hệ thống cho những ai đã đặt cược vào họ thì danh tiếng nhiều năm về sự khôn ngoan kiểu Scotland mới trở thành tiếng xấu vì tính keo kiệt và thiếu đạo đức.

Song ở đây vẫn còn một câu hỏi hóc búa. Có vẻ dễ hiểu là đã sáng lập ra ngành bảo hiểm hiện đại, người Anh cũng là những người được bảo hiểm nhiều nhất thế giới khi họ chi đến hơn 12% GDP để đóng phí bảo hiểm, nhiều hơn một phần ba số tiền người Mỹ chi cho bảo hiểm, và gần gấp đôi số tiền người Đức chi.[341] Chỉ một chút suy nghĩ cũng làm nảy ra câu hỏi là tại sao lại phải như vậy? Không giống như nước Mỹ, Anh ít khi chịu những sự kiện thời tiết quá mức khắc nghiệt; thứ giống nhất với một cơn bão lốc trong đời tôi là trận dông bão tháng 10/1987. Không có thành phố nào của Anh nằm trên đường đứt gãy địa chất giống như San Francisco. Và so với nước Đức thì lịch sử nước Anh kể từ khi Scottish Widows được lập ra có tính ổn định chính trị đến mức gần như kỳ diệu. Vậy thì tại sao người Anh lại mua nhiều bảo hiểm đến như vậy?

Câu trả lời nằm ở sự thăng trầm của một dạng bảo hộ chống lại rủi ro khác: nhà nước phúc lợi.

Từ chiến tranh đến phúc lợi

Bất luận có bao nhiêu quỹ tư nhân kiểu như Scottish Widows được lập ra thì vẫn luôn luôn có những người nằm ngoài tầm với của bảo hiểm, đó là những người hoặc quá nghèo hoặc quá tắc trách không thể dành dụm phòng ngày mưa gió. Số phận của họ khó khăn đến nghiệt ngã: phụ thuộc vào lòng từ thiện tư nhân hoặc chế độ khổ hạnh trong trại tế bần. Tại Nhà tế bần Marylebone lớn trên phố Northumberland ở London, số người "nghèo do già yếu bất lực hoặc mù lòa" lên đến 1.900 vào những thời kỳ gian khó. Khi thời tiết khắc nghiệt, việc làm hiếm hoặc thực phẩm đắt đỏ, những người đàn ông và đàn bà lang thang nhận cứu tế phải chịu một chế độ giống như trong nhà tù. Như tờ *Tin tức London kèm minh họa* đã mô tả điều này năm 1867:

Họ được tắm rửa bằng đẫy nước nóng, nước lạnh với xà phòng, và nhận hai lạng bánh mì cùng nửa lít cháo suông để ăn tối; sau đó, người ta mang quần áo của họ đi giặt và xông khói, đưa cho họ áo ngủ bằng len ấm và cho đi ngủ. Những người đọc Kinh Thánh *cho người nghèo sẽ cầu nguyện; trật tự gắt gao và bầu im lặng được duy trì suốt đêm trong khu cư xá... Giường ngủ gồm có đệm bằng xơ dừa, gối nhồi len phế phẩm, và một đôi chăn. Vào sáu giờ sáng mùa hè và bảy giờ sáng mùa đông, người ta đánh thức họ dậy và ra lệnh cho họ làm việc. Phụ nữ được yêu cầu dọn dẹp các buồng hoặc nhặt xơ dây thừng cũ, nam giới được yêu cầu đập đá, song không ai bị giữ lại quá bốn tiếng đồng hồ sau bữa ăn sáng có cùng khẩu phần như bữa tối. Quần áo của họ sau khi tẩy uế và làm sạch chấy rận, được đưa lại cho họ vào buổi sáng. Những ai muốn khâu vá lại quần áo rách rưới của mình thì được cấp kim chỉ và các vụn vải. Nếu ai đó ốm thì có nhân viên y tế chăm sóc, nếu ốm quá nặng không thể đi tiếp thì được đưa vào nhà thương.*

Tác giả của bài báo đã kết luận rằng, "Một người 'lang thang nghiệp dư' chắc hẳn không có gì phải than phiền... Hội những người làm phúc chắc cũng chẳng thể làm được gì hơn." [342] Tuy nhiên, đến cuối thế kỷ 19, người ta bắt đầu cảm thấy rằng những người thiệt thòi trong cuộc sống xứng đáng được hưởng điều tốt đẹp hơn thế. Các hạt giống bắt đầu được gieo xuống để tạo một phương thức mới giải quyết vấn đề rủi ro - các hạt giống mà cuối cùng sẽ mọc lên thành nhà nước phúc lợi. Các hệ thống bảo hiểm nhà nước đó được thiết kế để khai thác tối đa lợi thế kinh tế do quy mô, bằng cách bảo hiểm cho hầu như tất cả các công dân từ khi sinh ra cho đến lúc chết đi.





Hai cảnh từ một nhà tế bần ở London năm 1902: nhặt dây thừng cũ là gỡ

sợi từ những dây thừng gai để sử dụng lại trong ngành đóng tàu

Chúng ta thường hay nghĩ về nhà nước phúc lợi như một phát kiến của nước Anh. Chúng ta cũng thường hay nghĩ về nhà nước phúc lợi như một phát kiến của chủ nghĩa xã hội hay ít nhất là của chủ nghĩa tự do. Thật ra, hệ thống bảo hiểm y tế nhà nước và lương hưu bắt buộc đầu tiên được đưa ra không phải ở Anh mà ở Đức, và đó là một tấm gương mà người Anh đã phải mất hơn 20 năm mới đi theo. Đó cũng không phải là sáng tạo của cánh tả, mà có lẽ ngược lại. Mục đích của chế định về bảo hiểm xã hội của Otto von Bismarck, như chính ông đã nêu năm 1880, là "tạo ra trong một số lượng lớn những người không có tài sản một tâm lý bảo thủ xuất phát từ cảm giác về quyền có lương hưu". Theo quan điểm của Bismarck, "Một người có lương hưu cho tuổi già... thì dễ dàng xử lý hơn nhiều so với một người không có triển vọng đó." Điều gây ngạc nhiên cho các đối thủ bên phái tự do của ông là Bismarck đã công khai thừa nhận rằng đây là "một ý tưởng kiểu nhà nước xã hội chủ nghĩa! Số đông phải góp sức giúp đỡ những người không có tài sản." Song động cơ của ông thì hoàn toàn không phải từ lòng vị tha. "Bất kỳ ai ủng hộ ý tưởng này," ông kết luận, "đều sẽ đạt đến quyền lực." [343] Cho mãi đến năm 1908, nước Anh mới đi theo mô hình của Bismarck, khi Bộ trưởng Tài chính thuộc đảng Tự do là David Lloyd George đưa ra một quỹ lương hưu nhà nước khiêm tốn dành cho những người khó khăn trên 70 tuổi. Một Đạo luật Bảo hiểm y tế Quốc gia đã ra đời sau đó vào năm 1911. Mặc dù là người thuộc cánh tả, Lloyd George đã chia sẻ quan điểm của Bismarck rằng những biện pháp như vậy sẽ giúp giành phiếu bầu trong một hệ thống mà quyền bầu cử ngày càng mở rộng nhanh chóng. Số người nghèo đông hơn số người giàu. Khi Lloyd George tăng thuế trực thu để chi trả cho món lương hưu nhà nước, ông rất vui lòng trước cái mác gán cho ngân sách năm 1909 của mình: "Ngân sách Nhân dân".


D IS JUST
GOD IS GOOD



Người ngồi ăn trong nhà tế bần ở St Marylebone. Sự công bằng và lòng tốt của Chúa có lẽ không phải là điều hiển nhiên đối với những người trong nhà tế bần.

Tuy nhiên, nếu như nhà nước phúc lợi mới chỉ manh nha trong chính trị, thì nó được phát triển hoàn thiện trong chiến tranh. Thế chiến thứ nhất đã mở rộng phạm vi hoạt động của chính phủ trong hầu hết mọi lĩnh vực. Với việc tàu ngầm của Đức đã nhấn chìm tổng cộng không dưới 7.759.000 tấn hàng hóa đường biển xuống đáy đại dương, rõ ràng không có cách nào để các hãng bảo hiểm hàng hải tư nhân đền bù các rủi ro của chiến tranh. Thật ra, chính sách bảo hiểm chuẩn tắc của Lloyd đã được điều chỉnh (vào năm 1898) để loại trừ "hậu quả của các hoạt động thù địch hoặc hoạt động liên quan đến chiến tranh" (gọi là điều khoản "không liên quan đến bắt giữ hoặc chiếm giữ" tức f.c.s - "free of capture and seizure"). Song thậm chí ngay cả những điều khoản bảo hiểm đã được sửa đổi để bỏ điều khoản loại trừ đó cũng bị hủy bỏ khi chiến tranh nổ ra. [344] Nhà nước nhảy vào, thậm chí hầu như đã quốc hữu hóa ngành vận tải thương mại đường biển trong trường hợp nước Mỹ [345] và (điều này có thể dự đoán được) tạo lý do cho các công ty bảo hiểm tuyên bố rằng bất kỳ thiệt hại nào đối với tàu vận tải trong thời gian từ năm 1914 đến năm 1918 đều là do hậu quả của chiến tranh. [346] Khi hòa bình lập lại, các nhà chính trị Anh cũng đã vội vã làm nhẹ bớt tác động của việc giải ngũ đối với thị trường lao động bằng cách đưa ra Kế hoạch Bảo hiểm Thất nghiệp vào năm 1920. [347] Quá trình này lặp lại trong và sau Thế chiến thứ hai. Phiên bản kiểu Anh của bảo hiểm xã hội đã được mở rộng mạnh mẽ theo các điều khoản trong Báo cáo năm 1942 của ủy ban Liên Bộ về Bảo hiểm Xã hội và các Dịch vụ Liên quan do nhà kinh tế học William Beveridge đứng đầu. Ủy ban này đã kiến nghị một cuộc đột kích rộng lớn vào "Bần hàn, Bệnh tật, Dốt nát, Bẩn thỉu và Nhàn rỗi" thông qua một loạt chính sách nhà nước. Trong một buổi phát thanh vào tháng 3/1943, Churchill đã tóm tắt các kế hoạch này gồm các điểm: "bảo hiểm bắt buộc trên cả nước dành cho tất cả tầng lớp và phục vụ mọi mục đích từ khi chào đời đến lúc nhắm mắt"; xóa bỏ thất nghiệp bằng các chính sách của chính phủ nhằm "thực thi ảnh hưởng cân bằng đối với sự phát triển, thúc đẩy hoặc kìm hãm nó tùy theo tình hình đòi hỏi"; "một khu vực mở rộng dần cho công hữu và các doanh nghiệp nhà nước"; nhiều nhà ở do nhà nước cung cấp hơn; cải cách nền giáo dục công, các dịch vụ y tế và phúc lợi ngày càng được mở rộng. [348]

Các luận điểm ủng hộ bảo hiểm của nhà nước vượt ra ngoài cả phạm vi công bằng xã hội. Thứ nhất, bảo hiểm nhà nước có thể can thiệp vào bất cứ nơi nào mà các nhà bảo hiểm tư nhân sợ không dám bước vào. Thứ hai, tư cách thành viên cho tất cả mọi người và đôi khi là bắt buộc sẽ loại bỏ nhu

cầu quảng cáo và kinh doanh tốn kém. Thứ ba, như một chuyên gia hàng đầu đã nhận xét vào những năm 1930, "kích thước mẫu số liệu càng lớn, thì giá trị trung bình càng ổn định, cho việc thống kê" [349]. Nói cách khác, bảo hiểm nhà nước khai thác được lợi thế kinh tế do quy mô mang lại; vậy thì tại sao lại không làm nó càng phổ biến càng tốt? Sự ủng hộ nhiệt tình dành cho Báo cáo Beveridge không chỉ ở nước Anh mà trên khắp thế giới giúp giải thích vì sao nhà nước phúc lợi vẫn được coi là có dấu "Sản xuất tại Anh quốc". Tuy nhiên, siêu cường phúc lợi đầu tiên trên thế giới áp dụng triệt để và thành công nhất nguyên lý này lại không phải nước Anh mà là Nhật Bản. Không gì có thể minh họa rõ hơn bằng kinh nghiệm của Nhật Bản về mối liên hệ mật thiết giữa nhà nước phúc lợi và nhà nước chiến tranh.

Thảm họa không ngừng tàn phá Nhật Bản trong nửa đầu thế kỷ 20. Ngày 1/9/1923, một trận động đất lowsn (7,9 độ Richter) đã xảy ra ở khu vực Kantou, tàn phá các thành phố Yokohama và Tokyo. Hơn 128.000 ngôi nhà đã sụp đổ hoàn toàn, cũng ngần ấy ngôi nhà sụp đổ một phần, 900 ngôi nhà bị nước biển cuốn trôi và gần 450.000 ngôi nhà bị thiêu rụi do hỏa hoạn xảy ra hầu như ngay sau động đất. [350] Người Nhật đã được bảo hiểm; từ năm 1879 đến 1914, ngành công nghiệp bảo hiểm của Nhật Bản đã tăng trưởng từ con số không thành một khu vực năng động của nền kinh tế, sinh ra bảo hiểm nhằm đối phó với mất mát ở biển, thiệt mạng, hỏa hoạn, tòng quân, tai nạn giao thông, trộm cắp - đấy mới chỉ nêu một vài trong số mười ba hình thức bảo hiểm khác nhau do hơn ba mươi công ty bảo hiểm cung cấp. Chẳng hạn, trong năm xảy ra trận động đất, các công dân Nhật đã mua 699.634.000 yên (328 triệu đô la) bảo hiểm nhân thọ mới cho năm 1923, trung bình một hợp đồng bảo hiểm là 1.280 yên (600 đô la). [351] Song tổng thiệt hại gây ra bởi động đất là xấp xỉ 4,6 tỷ đô la. Sáu năm sau đó, cuộc Đại Suy thoái đã xảy ra, đẩy một số khu vực nông thôn đến bờ vực chết đói (vào thời điểm đó, 70% dân số tham gia vào nông nghiệp, 70% trong đó chỉ có trung bình một mẫu rưỡi đất). [352] Năm 1937, đất nước này tiến hành một cuộc chiến tranh tốn kém và vô ích nhằm xâm chiếm Trung Quốc. Sau đó, vào tháng 12/1941, Nhật Bản tiến hành chiến tranh với người khổng lồ của kinh tế thế giới là Mỹ và cuối cùng đã phải trả giá đắt ở Hiroshima và Nagasaki. Ngoài việc mất gần ba triệu sinh mạng trong cuộc chạy đua giành sự kiểm soát hoàn toàn với một kết cục bi đát, ở thời điểm thua trận năm 1945, trị giá toàn bộ dung lượng vốn của Nhật Bản hầu như đã bị đưa về số không bởi các máy bay ném bom của Mỹ. Tổng hợp lại, theo như Khảo sát Ném bom Chiến lược của Mỹ, ít nhất 40% các khu vực mới mọc ở hơn sáu mươi thành phố đã bị hủy diệt; 2,5 triệu hộ mất nhà, khiến cho 8,3 triệu người không có nhà ở. [353] Hầu như chỉ còn một thành phố duy nhất nguyên vẹn (mặc dù không phải hoàn toàn không có vết tích) là Kyoto, cố đô của đế chế trước đây - một

thành phố hiện vẫn mang nét đặc trưng của nước Nhật thời tiền hiện đại, do đây là một trong những nơi cuối cùng mà những ngôi nhà gỗ gọi là *machiya* vẫn còn tồn tại. Chỉ cần nhìn những công trình dài và hẹp này, với các cánh cửa trượt, các màn che bằng giấy, các cây cột được đánh bóng và thảm bằng rơm cũng có thể thấy rõ vì sao các thành phố của Nhật Bản lại dễ cháy đến như vậy.

Ở Nhật Bản, cũng như ở hầu hết các nước tham chiến, bài học rút ra rất rõ ràng: thế giới là một nơi quá nguy hiểm cho các thị trường bảo hiểm tư nhân. (Ngay cả ở nước Mỹ, chính phủ liên bang cũng gánh trên 90% rủi ro về chiến tranh thông qua Tập đoàn Thiệt hại Chiến tranh, một trong những đơn vị có lợi nhuận cao nhất của khu vực công trong lịch sử, do một nguyên nhân rất hiển nhiên là không có một thiệt hại chiến tranh nào từng xảy ra trên lục địa nước Mỹ). [354] Dù với quyết tâm mạnh mẽ nhất trên thế giới, các cá nhân cũng không thể tự bảo hiểm cho mình trước Lực lượng Không quân Mỹ. Câu trả lời được chấp nhận gần như ở mọi nơi là chính phủ sẽ nhận trách nhiệm, về thực chất là quốc hữu hóa rủi ro. Khi người Nhật thiết kế ra hệ thống phúc lợi toàn dân năm 1949, Hội đồng Tư vấn An sinh xã hội của họ đã thừa nhận mang nợ mẫu hình của nước Anh. Dưới con mắt của Bunji Kondo, một người tin tưởng tuyệt đối vào bảo hiểm phúc lợi toàn dân, đã tới lúc cần có *bebariji no nihonhan* - Beveridge cho người Nhật. [355] Song họ còn đưa ý tưởng đi xa hơn những gì Beveridge đã mong muốn. Mục đích, như Hội đồng Tư vấn đã nêu, là tạo ra

một hệ thống trong đó các biện pháp được đưa ra nhằm bảo đảm về kinh tế trước ốm đau, thương tật, sinh con, khuyết tật, chết, tuổi già, thất nghiệp, gia đình đông con và các nguyên nhân khác gây ra nghèo đói, thông qua... việc chi trả của chính phủ... [và] trong đó những người nghèo túng sẽ được đảm bảo một mức sống tối thiểu bằng sự hỗ trợ ở tầm quốc gia. [356]

Kể từ đó, nhà nước phúc lợi sẽ bảo hiểm cho mọi người trước tất cả những thay đổi thất thường của cuộc sống hiện đại. Nếu họ sinh ra đã ốm yếu, nhà nước sẽ chi trả. Nếu họ không đủ khả năng để đi học, nhà nước sẽ chi trả. Nếu họ quá đau ốm không thể làm việc được, nhà nước sẽ chi trả. Khi họ nghỉ hưu, nhà nước sẽ chi trả. Và cuối cùng là khi họ chết, nhà nước sẽ trợ cấp cho những người phụ thuộc vào họ. Điều này rõ ràng là phù hợp với một trong những mục đích của việc Mỹ chiếm đóng sau chiến tranh: "thay thế nền kinh tế phong kiến bằng nền kinh tế phúc lợi". [357] Song sẽ là sai lầm khi giả định (như một số nhà bình luận sau chiến tranh) rằng nhà nước phúc lợi Nhật Bản "đã bị áp đặt cả gói bởi một cường quốc bên ngoài". [358] Trên thực tế, người Nhật đã thiết lập nhà nước phúc lợi của riêng họ - và họ đã bắt đầu làm điều đó từ rất lâu trước khi chiến tranh kết thúc. Chính ham muốn vô độ của nhà nước giữa thế kỷ 20 đối với các binh sĩ và công

nhân trẻ sung sức mới là động lực thực sự, chứ không phải chủ nghĩa vị tha về xã hội. Như nhà khoa học chính trị Mỹ Harold D. Lasswell đã trình bày khá rõ điều này, Nhật Bản trong thập niên 1930 đã trở thành một nhà nước trại lính. [359] Song đó là một nhà nước đã mang trong nó lời hứa về một "nhà nước chiến tranh-phúc lợi", đưa ra an sinh xã hội để đổi lấy sự hy sinh trong quân đội.

Ở Nhật Bản trước thập niên 1930 đã có một mức độ bảo hiểm xã hội cơ bản nào đó: bảo hiểm tai nạn xí nghiệp và bảo hiểm y tế (dành cho các công nhân xí nghiệp năm 1927). Song dạng bảo hiểm này chỉ dành cho dưới hai phần năm lực lượng lao động công nghiệp. [360] Đặc biệt, kế hoạch lập một Bộ Phúc lợi Nhật Bản (*Kōseishō*) đã được chính phủ Nhật hoàng thông qua ngày 9/7/1937, chỉ hai tháng sau khi nổ ra chiến tranh với Trung Quốc. [361] Bước đầu tiên trong đó là đưa ra một hệ thống bảo hiểm y tế toàn dân bổ sung cho chương trình hiện có dành cho những người làm việc trong ngành công nghiệp. Trong khoảng thời gian từ cuối năm 1938 đến cuối 1944, số công dân được bảo hiểm theo phương thức này đã tăng lên gần 100 lần, từ khoảng 500.000 lên trên 40 triệu người. Mục đích rất rõ ràng: dân số khỏe mạnh hơn sẽ đảm bảo nguồn tân binh khỏe mạnh cho lực lượng vũ trang của Hoàng đế. Khẩu hiệu của thời chiến "Toàn dân là chiến sĩ" (*kokumin kai hei*) đã được điều chỉnh thành "Toàn dân cần được bảo hiểm" (*kokumin kai hoken*). Và để đảm bảo sự bảo hiểm toàn dân, ngành y tế và ngành công nghiệp dược phẩm về thực chất được đặt dưới quyền quyết định của nhà nước. [362] Những năm chiến tranh cũng chứng kiến sự ra đời kế hoạch bảo hiểm bắt buộc đối với thủy thủ và công nhân, trong đó nhà nước chịu 10% chi phí, chủ lao động và người lao động mỗi bên chịu 5,5% tiền lương của người lao động. Những bước đầu tiến tới việc cung cấp nhà ở của nhà nước trên quy mô lớn cũng đã được thực hiện. Như vậy tình hình sau chiến tranh ở Nhật Bản chẳng qua chỉ là sự mở rộng trên quy mô lớn của nhà nước chiến tranh-phúc lợi. Giờ đây "toàn dân phải có lương hưu", *kokumin kai nenkin*. Giờ đây phải có bảo hiểm thất nghiệp, thay vì thông lệ mang tính che chở trước đây là luôn giữ công nhân trên bảng lương kể cả thời kỳ xuống dốc. Chẳng có gì lạ là một số người Nhật hay nghĩ về phúc lợi theo tinh thần dân tộc chủ nghĩa, một kiểu bành trướng quốc gia theo cách hòa bình. Bản báo cáo năm 1950 với những khuyến nghị kiểu Anh thực tế đã bị chính phủ bác bỏ. Chỉ đến năm 1961, rất lâu sau khi sự kiểm soát của Mỹ chấm dứt, thì hầu hết các khuyến nghị đó mới được chấp thuận. Cho đến cuối thập niên 1970, một chính trị gia Nhật Bản, ông Nakagawa Yatsuhiro, đã có thể tuyên bố được rằng Nhật Bản đã trở thành một "cường quốc phúc lợi" (*fukushi chōdaikoku*), chính là bởi vì hệ thống của nước này khác (và ưu việt hơn) các mô hình của phương Tây. [363]

Thật ra, tất nhiên không có sự khác thường nào về thể chế trong hệ thống của Nhật Bản. Hầu hết các nhà nước phúc lợi đều nhắm vào bảo hiểm toàn dân, từ lúc sinh ra cho đến lúc chết. Song nhà nước phúc lợi Nhật Bản có lẽ là một điều kỳ diệu về tính hiệu quả. Xét về tuổi thọ trung bình, đất nước này đứng đầu thế giới. Trong lĩnh vực giáo dục cũng vậy, Nhật cũng đứng ở hàng đầu. Khoảng 90% dân số đã tốt nghiệp phổ thông trung học vào giữa thập niên 1970, so với chỉ có 32% ở Anh. [364] Nhật Bản còn là một xã hội công bằng hơn bất cứ một xã hội nào ở phương Tây, có lẽ chỉ trừ Thụy Điển. Và Nhật Bản có một quỹ lương hưu lớn nhất trên thế giới, do vậy mỗi một người Nhật khi nghỉ hưu có thể an tâm về khoản tiền thưởng hậu hĩnh cũng như thu nhập đều đặn trong suốt những năm nghỉ ngơi (mà thường là khá dài) xứng đáng của mình. Cường quốc phúc lợi cũng đồng thời là một điều kỳ diệu về sự chi li. Năm 1975, chỉ có 9% thu nhập quốc dân được dành cho an sinh xã hội, so với 31% ở Thụy Điển. [365] Gánh nặng về thuế khóa và phúc lợi xã hội chỉ xấp xỉ một nửa của Anh. Được vận hành trên cơ sở đó, nhà nước phúc lợi dường như là một lựa chọn có lý tuyệt vời. Nhật Bản đã đạt được an sinh cho tất cả mọi người - loại bỏ mọi rủi ro - đồng thời nền kinh tế của nước này đã tăng trưởng nhanh đến mức tới năm 1968 đã trở thành nền kinh tế lớn thứ hai thế giới. Một năm trước đó, Herman Kahn đã dự đoán rằng thu nhập bình quân đầu người của Nhật Bản sẽ vượt Mỹ vào năm 2000. Thậm chí, Nakagawa Yatsuhiro đã lập luận rằng nếu tính cả những phúc lợi phụ, "thu nhập thực tế của một công nhân Nhật Bản đã gấp ít nhất là 3 lần so với một công nhân Mỹ". [366] Chiến tranh đã thất bại trong việc biến Nhật Bản thành quốc gia hàng đầu, song phúc lợi lại thành công trong việc này. Chiếc chìa khóa hóa ra không phải là một đế chế hướng ngoại, mà là mạng lưới an sinh trong nước. [367]

Song ở đây có một cái bẫy, một lỗi chết người trong thiết kế của nhà nước phúc lợi sau chiến tranh. Nhà nước phúc lợi có thể hoạt động ổn thỏa ở nước Nhật thập niên 1970. Song ta không thể nói điều tương tự với các nước khác ở thế giới phương Tây. Mặc dù có sự giống nhau về mặt địa hình và lịch sử (đều là các quần đảo nằm bên ngoài châu lục Á-Âu, quá khứ đế chế, hành vi dè dặt khi tỉnh táo), người Nhật và người Anh có văn hóa khá khác nhau. Nhìn bề ngoài, hệ thống phúc lợi của họ trông có vẻ tương tự: lương hưu của nhà nước được tạo ra từ thuế theo mô hình cũ là làm đâu trả đấy; tuổi nghỉ hưu được chuẩn hóa; bảo hiểm y tế toàn dân; trợ cấp thất nghiệp; trợ giá cho nông dân; thị trường lao động bị giới hạn nghiêm ngặt. Song các thiết chế đó lại hoạt động theo những cách tương đối khác nhau ở hai đất nước này. Ở Nhật Bản, chủ nghĩa bình quân là mục tiêu ưu tiên của chính sách, trong khi đó văn hóa đề cao tuân thủ xã hội khuyến khích việc chấp hành các quy định. Ngược lại, chủ nghĩa cá nhân của người Anh khiến cho người ta tìm

cách lợi dụng hệ thống một cách bất cần đạo lý. Ở Nhật Bản, gia đình và công ty tiếp tục đóng vai trò quan trọng hỗ trợ hệ thống phúc lợi. Các chủ lao động đưa ra các trợ cấp bổ sung và thường không muốn sa thải công nhân. Cho tới gần đây vào thập niên 1990, hai phần ba số người Nhật tuổi trên 64 vẫn sống với con cái của họ. [368] Ngược lại, các chủ lao động ở Anh không do dự cắt xén ngay bảng lương vào thời buổi khó khăn, còn mọi người thì thường phó mặc cha mẹ già của mình cho lòng nhân hậu của Cơ quan Y tế Quốc gia. Nhà nước phúc lợi có thể làm Nhật Bản trở thành một cường quốc kinh tế, song trong thập niên 1970 nó dường như có tác động ngược lại ở nước Anh.

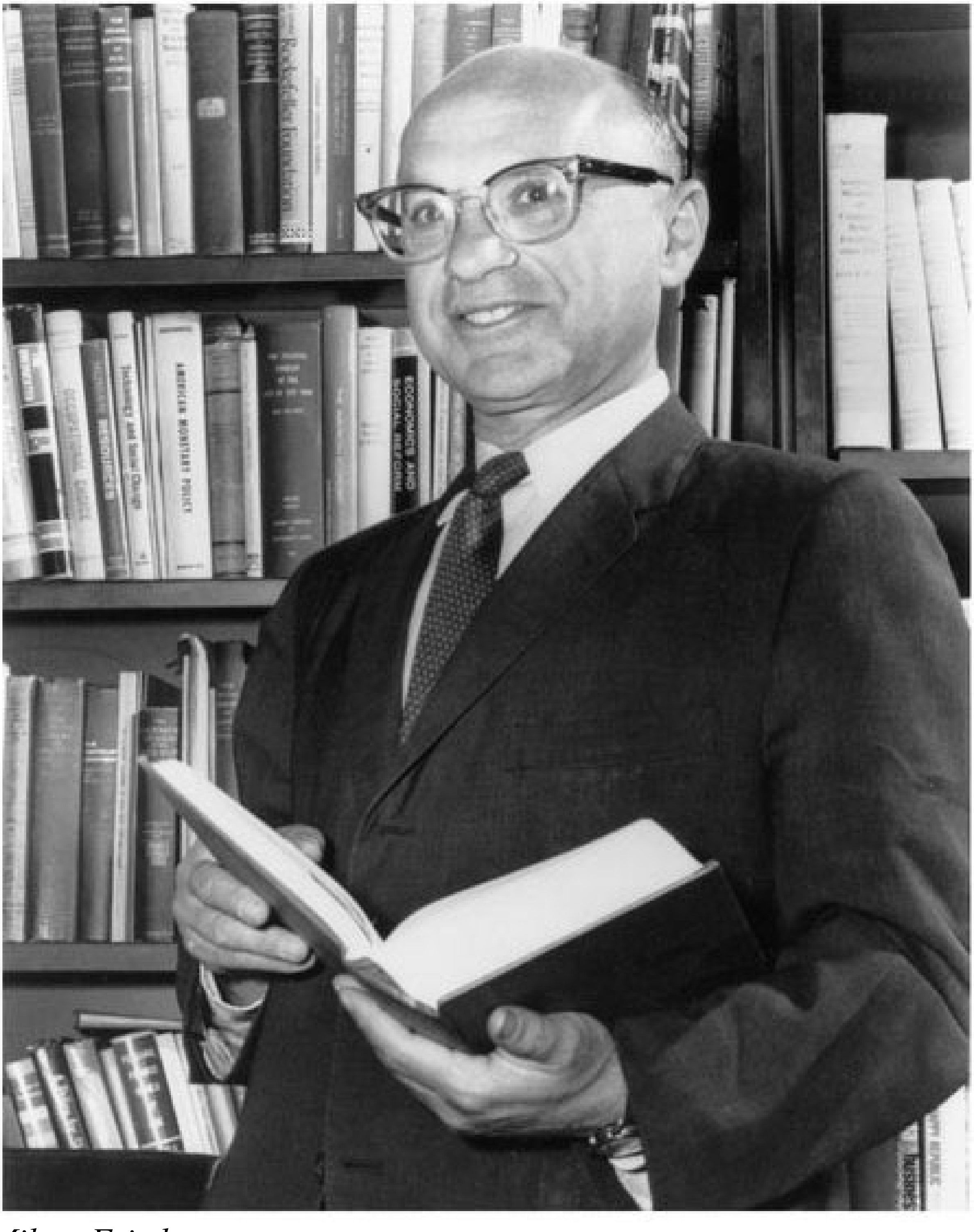
Theo những người Anh thủ cựu, cái ban đầu là hệ thống bảo hiểm quốc gia đã thoái hóa thành một hệ thống bố thí và áp đặt thuế sung công, bóp méo một cách thậm tệ các động lực kinh tế. Trong thời gian từ năm 1930 đến 1980, các khoản chi cho xã hội ở Anh đã tăng từ chỉ 2,2% GDP lên 10% năm 1960,13% năm 1970 và gần 17% năm 1980, cao hơn so với Nhật Bản quá 6%. [369] Chăm sóc sức khỏe, dịch vụ và an sinh xã hội đã tiêu tốn hơn gần ba lần so với quốc phòng tính theo tỷ lệ trong tổng chi tiêu có quản lý của chính phủ. Song kết quả thật đáng thất vọng. Chi phí ngày càng tăng dần cho phúc lợi ở Anh đi kèm theo mức tăng trưởng thấp và lạm phát trên mức trung bình của các nước phát triển. Một vấn đề đặc biệt là tốc độ tăng năng suất lao động rất thấp diễn ra liên tục (GDP thực tế trên đầu người chỉ tăng có 8% trong thời gian từ năm 1960 đến 1979, so với 8,1% ở Nhật), [370] ấy là điều dường như có liên quan mật thiết với các kỹ thuật mặc cả sát sao của các nghiệp đoàn Anh (lãn công thường là phương cách được ưa thích hơn so với bãi công trực diện). Trong khi đó, suất thuế biên vượt quá 100% đánh vào thu nhập cao và lãi trên vốn đã ngăn cản các hình thức tiết kiệm và đầu tư truyền thống. Có vẻ như nhà nước phúc lợi Anh đã làm mất đi các động lực mà không có chúng thì một nền kinh tế tư bản không thể hoạt động được: củ cà rốt là đồng tiền thực sự cho những ai nỗ lực hết mình, cây gậy là nỗi gian khổ cho những ai làm việc uể oải. Kết quả là "trì trệ kèm lạm phát" (stagflation): tăng trưởng một cách trì trệ cộng với mức lạm phát cao. Các vấn đề tương tự cùng lúc đó cũng gây hại cho nền kinh tế Mỹ, nơi mà chi tiêu 'cho sức khỏe, chăm sóc y tế, bảo đảm về thu nhập và an sinh xã hội đã tăng từ 4% GDP năm 1959 lên 9% năm 1975, lần đầu tiên vượt qua chi tiêu quốc phòng. Và ở Mỹ cũng vậy, năng suất lao động hầu như không tăng, tình trạng trì trệ kèm lạm phát không kiềm chế nổi. Cần phải làm gì đây?

Có một người, và các học trò của ông, cho rằng họ biết được lời giải đáp. Nhờ chủ yếu vào ảnh hưởng của họ mà một trong những khuynh hướng kinh tế rõ rệt nhất trong 25 năm gần đây là nhà nước phúc lợi phương Tây đang được bãi bỏ, ném người dân trở lại với con quái vật không thể dự đoán trước

được mà người ta tưởng rằng đã thoát: sự rủi ro.

Cơn lạnh trầm kha

Năm 1976, một vị giáo sư nhỏ thó làm việc tại trường Đại học Chicago đã giành được giải thưởng Nobel về kinh tế. Danh tiếng của Milton Friedman với tư cách là một nhà kinh tế học phần lớn dựa vào việc ông đã phục hồi lại ý tưởng rằng lạm phát xảy ra bởi sự tăng quá mức của cung tiền. Như chúng ta đã thấy, ông là đồng tác giả của một cuốn sách có lẽ là quan trọng nhất trong mọi thời đại về chính sách tiền tệ của Mỹ, trong đó đưa ra lời buộc tội mạnh mẽ rằng các sai lầm của Cục Dự trữ Liên bang đã gây ra cuộc Đại Suy thoái. [371] Song một câu hỏi đã ám ảnh ông vào giữa thập niên 1970 là: nhà nước phúc lợi đã lầm lạc ở điểm nào? Tháng 3/1975, Friedman đã bay từ Chicago đến Chile để trả lời câu hỏi này.



Milton Friedman

Mới chỉ 18 tháng trước đó, vào tháng 9/1973, xích xe tăng đã nghiến trên đường phố thủ đô Santiago để lật đổ chính phủ của vị Tổng thống Marxist Salvador Allende, mà kế hoạch biến Chile thành một nhà nước cộng sản của ông ta đã dẫn đến sự hỗn loạn toàn diện về kinh tế và Nghị viện đã phải yêu cầu giới quân sự nắm quyền. Các máy bay phản lực của không quân đã giội bom Dinh Moneda, và những người chống đối Allende vừa quan sát từ ban công của khách sạn Carera ở gần đó vừa mở rượu sâm panh ăn mừng. Bên trong dinh, bản thân Tổng thống đang chiến đấu một cách vô vọng bằng một khẩu súng AK47 - quà tặng của Fidel Castro, người mà ông tích cực noi

gương. Khi xe tăng ầm ầm lao về phía ông, Allende nhận ra mọi sự thế là đã kết thúc; bị dồn vào chân tường trong phần còn lại của trụ sở, ông đã tự sát.

Cuộc đảo chính này là hình ảnh thu nhỏ của cuộc khủng hoảng trên toàn thế giới về nhà nước phúc lợi sau chiến tranh và đưa ra sự lựa chọn khắc nghiệt giữa các hệ thống kinh tế đối nghịch. Với nền sản xuất suy sụp và lạm phát vọt lên, hệ thống trợ cấp toàn dân và lương hưu nhà nước của Chile về thực chất là đã phá sản. Đối với Allende, câu trả lời đã từng là chủ nghĩa Marx toàn lực, một sự kiểm soát hoàn toàn theo kiểu Liên Xô mà nhà nước áp đặt lên mọi lĩnh vực của đời sống kinh tế. Các tướng lĩnh quân đội và những người ủng hộ biết rằng mình chống lại điều đó. Song điều họ thực sự cần là gì, khi mà tình trạng hiện tại rõ ràng không thể tiếp tục kéo dài? Milton Friedman vào cuộc. Giữa các bài giảng và thảo luận của mình, ông đã dành ba phần tư giờ gặp vị tổng thống mới, tướng Pinochet, sau đó viết cho ông ta bản đánh giá tình trạng kinh tế của Chile và thuyết phục ông ta giảm mức thâm hụt của chính phủ mà ông xem như nguyên nhân chủ yếu gây ra lạm phát cao ngút của nước này với tỷ lệ hằng năm lúc đó lên đến 900%. [372] Một tháng sau chuyến thăm của Friedman, chế độ độc tài quân sự Chile tuyên bố rằng lạm phát sẽ được chặn lại "bằng bất kỳ giá nào". Chế độ này đã cắt giảm 27% chi tiêu chính phủ và đốt đi hàng đống tiền giấy. Song Friedman không chỉ đề xuất liệu pháp sốc tiền tệ là món tủ của ông. Trong một bức thư gửi Pinochet được viết sau khi ông quay về Chicago, ông đã lập luận rằng "vấn đề về lạm phát" này xuất hiện "từ các xu hướng thiên về chủ nghĩa xã hội đã bắt đầu từ bốn mươi năm trước đây, đã lên đến đỉnh điểm một cách logic -và đáng sợ - dưới chế độ của Allende". Như ông đã nhớ lại sau này, "Quan điểm tổng quát mà tôi đã nêu ra... là các khó khăn hiện tại của họ hầu như hoàn toàn bị gây ra bởi xu hướng kéo dài 40 năm tiến về chủ nghĩa tập thể hóa, chủ nghĩa xã hội và nhà nước phúc lợi..." [373] Và ông đã thuyết phục Pinochet: "Việc chấm dứt lạm phát sẽ dẫn đến sự mở rộng nhanh chóng thị trường tư bản, tạo điều kiện mạnh mẽ cho việc chuyển giao các doanh nghiệp và hoạt động hiện vẫn nằm trong tay chính phủ sang tư nhân. [374]

Do đưa ra lời tư vấn này mà bản thân Friedman đã bị chính báo chí Mỹ lên án. Bất luận thế nào thì ông cũng đang hành động với tư cách là người tư vấn cho một nhà độc tài quân sự đã hành quyết trên 2.000 người cộng sản thực thụ hoặc bị nghi ngờ là cộng sản, và tra tấn trên 30.000 người khác. Như tờ *New York Times* đã đặt câu hỏi: "... nếu lý thuyết kinh tế trường phái Chicago chỉ có thể thực hiện được ở Chile nhờ cái giá là sự đàn áp, thì liệu các tác giả của nó có cảm thấy phải chịu một phần trách nhiệm không?" [375]

Vai trò của trường Chicago đối với chế độ mới không chỉ chấm dứt một chuyến viếng thăm của Milton Friedman. Kể từ thập niên 1950, luôn đều đặn

có một lớp các nhà kinh tế học trẻ tuổi tài năng của Chile tới học ở Chicago theo một chương trình trao đổi với Đại học Católica ở Santiago, và họ đã trở về với niềm tin cần phải cân bằng ngân sách, thắt chặt cung tiền và tự do hóa thương mại. [376] Đó là Các chàng trai Chicago (Chicago Boys), những người lính của Friedman: Jorge Cauas, bộ trưởng Tài chính và sau đó là "siêu bộ trưởng" Kinh tế của Pinochet; Sergio de Castro, người kế nhiệm ông làm bộ trưởng Tài chính; Miguel Kast, bộ trưởng Lao động và sau đó giám đốc ngân hàng trung ương, và ít nhất tám người khác nữa đã học ở Chicago và sau đó phục vụ trong chính phủ. Thậm chí trước cả khi Allende sụp đổ, họ đã vạch ra một chương trình cải cách chi tiết dưới tên gọi *El Ladrillo* (viên gạch) do độ dày của bản thảo. Tuy nhiên, biện pháp triệt để nhất có lẽ là đến từ một sinh viên đại học Thiên Chúa giáo đã chọn học tại Harvard chứ không phải Chicago. Dự định của anh ta là thách thức sâu sắc nhất đối với nhà nước phúc lợi trong suốt một thế hệ. Thatcher và Reagan sau này mới bàn đến. Sự chống đối nhà nước phúc lợi đã bắt đầu ở Chile.

Đối với José Piñera, mới chỉ 24 tuổi khi Pinochet nắm quyền lực, lời mời quay trở về Chile từ Harvard là một tình huống khó xử đến giày vò. Anh không hề có ảo tưởng nào về bản chất của chế độ Pinochet. Song anh tín rằng hiện đang có một cơ hội để đưa vào thực tiễn những ý tưởng đã được hình thành trong tâm trí anh kể từ lúc đến New England. Điều mấu chốt, theo như anh nhìn nhận, không phải là chỉ giảm mức lạm phát. Điều cũng quan trọng không kém là tăng cường mối quan hệ giữa các quyền sở hữu và quyền chính trị, điều kiện chính làm nên sự thành công của thực nghiệm Bắc Mỹ về nền dân chủ tư bản. Piñera tin rằng không có con đường chắc chắn nào để làm điều đó hơn là việc đại tu lại nhà nước phúc lợi, bắt đầu từ hệ thống làm đâu trả đấy của quỹ lương hưu nhà nước và các trợ cấp khác. Theo cách nhìn nhận của anh:

Cái ban đầu là một hệ thống bảo hiểm quy mô lớn đã biến thành một hệ thống đánh thuế, trong đó các khoản đóng góp của hôm nay được sử dụng để chi trả cho các khoản trợ cấp của chính hôm nay, thay vì tích lũy một quỹ để sử dụng cho tương lai. Phương pháp "làm đâu trả đấy" này đã thay thế nguyên tắc tiết kiệm bằng thói quen hưởng thụ... [Song phương pháp này] có gốc rễ sâu xa từ sự hiểu sai về cách con người hành xử. Nó phá hủy, ở cấp độ từng cá nhân, mối liên hệ giữa đóng góp và thụ hưởng. Nói cách khác, giữa nỗ lực và phần thưởng. Ở bất cứ nơi nào, nếu điều này xảy ra trên quy mô lớn và trong một thời gian dài thì kết quả cuối cùng đều là thảm họa. [377]

Trong thời gian từ năm 1979 đến 1981, với tư cách là bộ trưởng Lao động (và sau đó là bộ trưởng Khai mỏ), Piñera đã tạo ra một hệ thống lương hưu mới hoàn toàn cho Chile, cho phép mỗi công nhân có cơ hội lựa chọn không tham gia hệ thống lương hưu nhà nước. Thay vì đóng khoản thuế từ lương,

họ có thể đưa ra một khoản tương đương (10% mức lương của họ) vào một Tài khoản Lương hưu Cá nhân do các công ty tư nhân cạnh tranh lẫn nhau (được biết đến dưới tên gọi *Administrador de Fondos de Pensiones* - Cơ quan Quản lý Quỹ lương hưu, AFP) quản lý. [378] Khi đến tuổi nghỉ hưu, người tham dự sẽ rút tiền của mình ra và dùng để mua niên kim; hoặc nếu muốn thì người công nhân có thể tiếp tục làm việc và đóng tiền. Ngoài lương hưu, hệ thống này còn bao gồm cả phí bảo hiểm nhân thọ và tàn tật. Ý tưởng là nhằm tạo cho công nhân Chile cảm giác rằng số tiền để dành thực sự là vốn riêng của anh ta. Theo lời của Hernán Büchi (người đã giúp Piñera soạn thảo đạo luật an sinh xã hội và sau đó thực hiện cải cách hệ thống chăm sóc sức khỏe), "Các chương trình xã hội cần phải bao gồm một số cách khuyến khích nỗ lực cá nhân và để cho mọi người dần dần chịu trách nhiệm về số phận của chính họ. Không có gì tồi tệ hơn các chương trình xã hội mà lại khuyến khích sự ăn bám xã hội." [379]

Piñera đã đánh cược. Ông đưa cho các công nhân một sự lựa chọn: vẫn bám lấy hệ thống cũ làm đâu trả đấy, hay là lựa chọn các Tài khoản Lương hưu Cá nhân. Ông thường xuyên xuất hiện trên truyền hình để đảm bảo với các công nhân rằng "Sẽ không ai lấy đi tấm séc của bà nội anh" (từ hệ thống cũ của nhà nước). Ông đã bác bỏ một cách mỉa mai đề xuất rằng các công đoàn trong nước, chứ không phải từng công nhân, sẽ chịu trách nhiệm lựa chọn Cơ quan Quản lý Quỹ lương hưu cho các thành viên công đoàn. Cuối cùng, ngày 4/11/1980, cải cách đã được thông qua, và có hiệu lực, theo đề xuất ranh mãnh của Piñera, vào ngày 1/5, ngày Quốc tế Lao động năm tiếp theo đó. [380] Phản ứng của công chúng là phấn khởi. Đến năm 1990 hơn 70% công nhân đã chuyển sang hệ thống cá nhân. [381] Mỗi người nhận cuốn sổ mới sáng bóng trong đó ghi chép các khoản đóng góp và các khoản lãi từ đầu tư. Cho đến cuối năm 2006, khoảng 7,7 triệu người Chile đã có tài khoản hưu cá nhân, 2,7 triệu cũng được bảo hiểm bởi các hợp đồng y tế tư nhân, trong khuôn khổ của cái gọi là hệ thống ISAPRE cho phép công nhân được lựa chọn không tham gia hệ thống bảo hiểm y tế của nhà nước mà lựa chọn các nhà cung cấp dịch vụ tư nhân. Điều này nghe có vẻ không giống lắm, song - cùng với các cải cách khác theo trường phái Chicago được thực hiện dưới thời Pinochet - đây cũng là một cuộc cách mạng lớn không thua bất kỳ điều gì mà nhà Marxist Allende đã hoạch định hồi năm 1973. Hơn thế nữa, cải cách này đã bị đưa ra tại thời điểm kinh tế bất ổn nghiêm trọng, hậu quả của một quyết định khờ dại neo giữ đồng tiền của Chile theo đô la Mỹ năm 1979, khi mà con chằn tinh lạm phát dường như đã bị xẻ thịt. Khi lãi suất tiết kiệm Mỹ tăng không bao lâu sau đó, áp lực giảm phát lại nhấn Chile vào một cuộc suy thoái đe dọa làm trật ray cả đoàn tàu tốc hành Chicago-Harvard. Nền kinh tế sụt giảm 13% trong năm 1982, dường như đã chứng minh những

lời phê phán của cánh tả đối với "liệu pháp sốc" của Friedman. Chỉ đến cuối năm 1985, cuộc khủng hoảng mới được xem như đã kết thúc. Đến năm 1990 thấy rõ là cải cách đã thành công: các cuộc cải cách hệ thống phúc lợi đã đóng góp tới một nửa vào việc giảm chi tiêu chính phủ từ 34% GDP xuống còn 22%.

Liệu điều đó có bõ công không? Liệu điều đó có xứng đáng với canh bạc đạo lý to lớn mà các chàng trai Chicago và Harvard đã thực hiện khi ngồi cùng thuyền với nhà độc tài quân sự thích giết người và tra tấn? Câu trả lời phụ thuộc việc bạn có cho rằng cải cách kinh tế đó giúp mở đường quay lại nền dân chủ bền vững ở Chile hay không. Năm 1980, chỉ bảy năm sau cuộc đảo chính, Pinochet đã thừa nhận một bản hiến pháp mới xác lập giai đoạn quá độ mười năm trở về nền dân chủ bền vững. Năm 1990, do thua cuộc trưng cầu dân ý về quyền lãnh đạo của mình, ông ta đã từ chức tổng thống (mặc dù vẫn ở lại lãnh đạo quân đội thêm tám năm nữa). Nền dân chủ được phục hồi, vào lúc đó điều kỳ diệu về kinh tế đã bắt đầu và giúp đảm bảo sự sống sót của nền dân chủ. Bởi vì cải cách lương hưu không chỉ tạo ra một giai cấp mới sở hữu tài sản, mỗi người trong đó có một ổ trứng hưu của riêng mình; nó còn tạo cho nền kinh tế Chile một liều thuốc bổ lớn, bởi kết quả là làm tăng đáng kể tỷ lệ tiết kiệm (lên 30% GDP vào năm 1989, mức cao nhất ở Mỹ Latin). Ban đầu, một giới hạn được áp đặt để ngăn không cho AFP đầu tư trên 6% (sau đó là 12%) quỹ lương hưu mới ra ngoài Chile. [382] Tác động của việc này là lượng tiền tiết kiệm mới được bơm vào sự phát triển kinh tế của chính quốc gia này. Tháng 1/2008, tôi đến thăm Santiago và xem các nhà môi giới tại Banco de Chile (Ngân hàng Chile) đang bận rộn đầu tư các khoản đóng góp cho quỹ hưu của các công nhân Chile vào thị trường chứng khoán riêng của họ. Kết quả thật ấn tượng. Tỷ lệ lợi nhuận hằng năm của các tài khoản hưu cá nhân là trên 10%, phản ánh hiệu quả tăng vọt của thị trường chứng khoán Chile: tăng gấp 18 lần kể từ năm 1987.

Song hệ thống này cũng có mặt trái, hẳn vậy. Chi phí hành chính và tài chính của hệ thống đôi khi bị phàn nàn là quá cao. [383] Do không phải mọi người trong nền kinh tế này đều có một việc làm toàn thời gian ổn định, nên không phải ai cũng tham gia vào hệ thống đó. Những người lao động tự do không có nghĩa vụ phải đóng góp vào tài khoản hưu cá nhân, những người không có công việc cố định cũng vậy. Điều đó khiến một tỷ lệ khá lớn dân chúng hoàn toàn không có bảo hiểm lương hưu, trong đó có nhiều người sống ở La Victoria, đã từng là nơi tập trung những người phản kháng lại chế độ Pinochet - và hiện vẫn là một trong những nơi mà khuôn mặt Che Guevara được sơn xịt đầy trên các bức tường. Mặt khác, chính phủ sẵn sàng bù đắp cho những người mà tiền tiết kiệm không đủ để đóng khoản lương hưu tối thiểu, với điều kiện họ đã làm việc được ít nhất là hai mươi năm. Và

cũng còn có một khoản lương hưu Đoàn kết Cơ bản cho những ai không đạt được tiêu chuẩn đó. [384] Quan trọng hơn cả, sự cải thiện tình hình kinh tế của Chile kể từ sau những cải cách của Các chàng trai Chicago thật khó có thể bác bỏ. Tốc độ tăng trưởng kinh tế trong mười lăm năm trước chuyến viếng thăm của Friedman là 0,17%. Trong mười lăm năm tiếp sau chuyến viếng thăm đó, tốc độ là 3,28%, tức là gấp gần hai mươi lần. Tỷ lệ nghèo khổ đã giảm mạnh xuống chỉ còn 15%, so với 40% tại phần còn lại của châu Mỹ Latin. [385] Santiago ngày nay là một thành phố sáng ngời trên dãy Andes, có lẽ là thành phố thịnh vượng và hấp dẫn nhất lục địa.

Một dấu hiệu thành công của Chile là cải cách lương hưu của quốc gia này đã được noi theo ở khắp nơi trong khu vực, và thực ra là trên khắp thế giới. Bolivia, El Salvador và Mexico đã sao chép mô hình của Chile đến từng chi tiết. Peru và Colombia đưa ra quỹ lương hưu tư nhân như một phương án lựa chọn bên cạnh hệ thống của nhà nước. [386] Kazakhstan cũng đã noi theo tấm gương của Chile. Thậm chí các nghị sĩ quốc hội Anh cũng đi nhẵn con đường từ Westminster (trụ sở Nghị viện Anh) đến cửa nhà Piñera. Sự trớ trêu là ở chỗ cải cách của Chile còn triệt để hơn bất kỳ điều nào đã được thử nghiệm ở Mỹ, trung tâm kinh tế học về thị trường tự do. Song cải cách phúc lợi đang trên đường đến Bắc Mỹ, bất kể là ai đó muốn điều đó hay không.

Khi bão Katrina tràn vào New Orleans, nó đã lột trần một số thực trạng về hệ thống của Mỹ mà nhiều người đã tìm cách bỏ qua. Đúng, nước Mỹ đã có một nhà nước phúc lợi. Song nhà nước phúc lợi đó đã không làm tròn nhiệm vụ. Các chính quyền Reagan và Clinton dường như đã thực hiện nhiều cải cách phúc lợi mạnh mẽ, giảm trợ cấp thất nghiệp và khoảng thời gian mà người lao động có thể đòi trợ cấp. Song không cải cách nào có thể bảo vệ hệ thống này khỏi sự lão hóa dân số Mỹ và chi phí tăng vọt của việc chăm sóc sức khỏe tư nhân.

Nước Mỹ có một hệ thống phúc lợi khác thường. Chương trình An sinh xã hội cung cấp lương hưu nhà nước tối thiểu cho mọi người về hưu, trong khi đồng thời hệ thống Chăm sóc y tế [387] trang trải tất cả chi phí y tế cho người già và người tàn tật. Trợ cấp thu nhập và các chi phí y tế khác đã đẩy tổng chi phí của các chương trình phúc lợi liên bang lên 11% GDP. Tuy nhiên, ngành chăm sóc sức khỏe của Mỹ lại nằm trong tay khu vực tư nhân hầu như toàn bộ. Điều tốt ở đây là một hệ thống tối tân, nhưng mặt trái là nó không hề rẻ. Và nếu như bạn muốn điều trị trước khi nghỉ hưu, bạn cần phải có một hợp đồng bảo hiểm tư nhân - cái mà khoảng 47 triệu người Mỹ không có được, bởi vì các hợp đồng bảo hiểm như vậy thường chỉ có được nếu người ta có việc làm thường xuyên, chính thức. Kết quả là một hệ thống phúc lợi không mang tính toàn diện, còn tính tái phân phối thì kém xa hệ

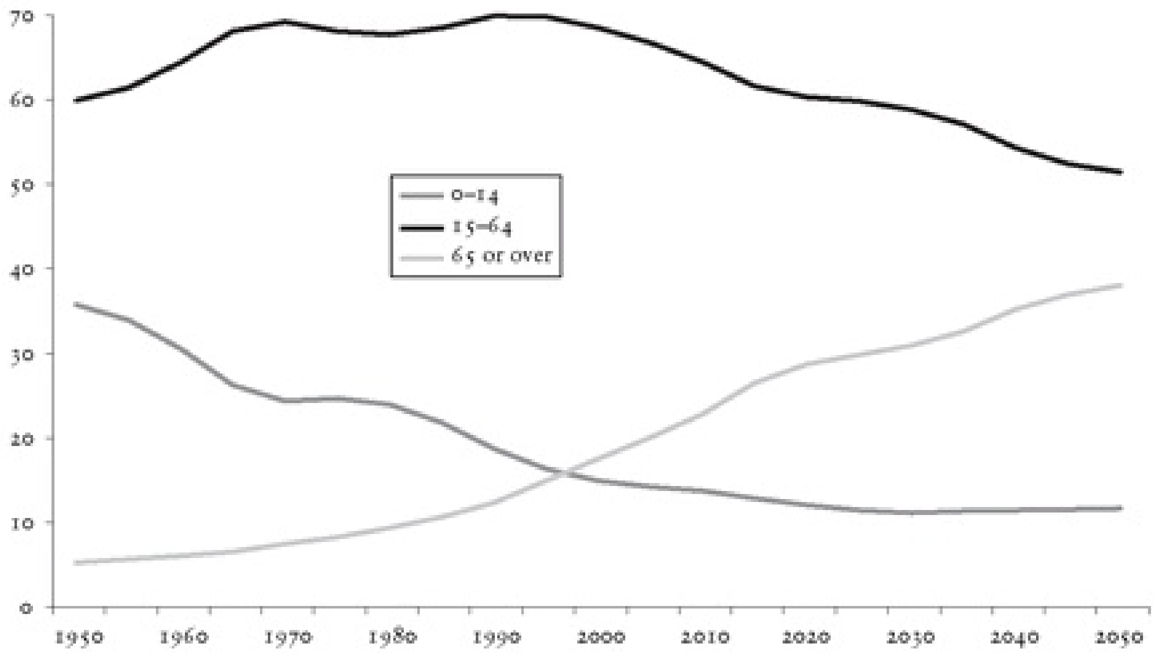
thống của châu Âu mặc dù vô cùng đắt đỏ. Kể từ năm 1993, chi phí An sinh xã hội đã trở nên tốn kém hơn quốc phòng. Chi phí nhà nước cho giáo dục tính theo phần trăm GDP là 5,9%, cao hơn ở Anh, Đức và Nhật Bản. Chi phí chăm sóc y tế của nhà nước tương đương với 7% GDP, bằng của Anh; song chi phí chăm sóc y tế tư nhân thì cao hơn (8,5% so với chỉ có 1,1% ở Anh). [388]

Một hệ thống phúc lợi như vậy không đủ khả năng đáp ứng với sự tăng lên nhanh chóng số lượng những người được hưởng. Song đó chính là điều người Mỹ đang phải đối mặt khi mà những người thuộc thế hệ "Bùng nổ sinh sản" (Baby Boomer), được sinh ra sau Thế chiến thứ hai, bắt đầu đến tuổi về hưu. [389] Theo Liên Hiệp Quốc, từ nay đến năm 2050, tuổi thọ trung bình của nam giới ở Mỹ nhiều khả năng sẽ tăng từ 75 lên 80. Trong vòng bốn mươi năm tiếp sau đó, tỷ lệ dân số Mỹ từ 65 tuổi trở lên được dự báo là sẽ tăng từ 12% lên gần 21%. Không may, nhiều người trong số những người chuẩn bị nghỉ hưu đã không chuẩn bị đầy đủ cho cuộc sống sau khi nghỉ hưu. Theo cuộc Điều tra Lòng tin Về hưu năm 2006, sáu trong số mười công nhân Mỹ nói rằng họ đã tiết kiệm cho nghỉ hưu và chỉ có bốn trong mười người nói rằng họ có thực sự tính toán xem cần phải tiết kiệm bao nhiêu. Nhiều người trong số những người không có đủ tiền tiết kiệm cho rằng họ sẽ bù đắp bằng cách làm việc lâu hơn. Trung bình một công nhân có kế hoạch làm việc cho đến tuổi 65. Song hóa ra ông ta hay bà ta thực sự nghỉ hưu ở tuổi 62; thực vậy, khoảng bốn trong số mười công nhân Mỹ rốt cuộc rời bỏ lực lượng lao động sớm hơn dự định. [390] Điều này mang lại những hệ lụy nghiêm trọng đối với ngân sách liên bang, bởi người nào tính toán nhầm thường rốt cuộc sẽ trở thành gánh nặng cho những người đóng thuế bằng cách này hay cách khác. Ngày nay, trung bình một người nghỉ hưu nhận được trợ cấp từ chính sách An sinh xã hội, Chăm sóc y tế và Hỗ trợ y tế [391] tổng cộng là 21.000 đô la một năm. Nhân con số này với tổng số 36 triệu người cao tuổi hiện nay thì bạn sẽ thấy tại sao các chương trình đó lại tiêu tốn một tỷ lệ lớn đến vậy trong tổng ngân sách liên bang. Và tỷ lệ này chắc chắn sẽ tăng lên, không chỉ bởi vì số người nghỉ hưu đang tăng lên mà còn vì các chi phí trợ cấp như Chăm sóc y tế không còn kiểm soát được nữa khi chúng tăng nhanh gấp đôi tốc độ tăng của lạm phát. Sự mở rộng chương trình Chăm sóc y tế vào năm 2003 để trang trải cả thuốc kê theo đơn bác sĩ chỉ càng làm cho tình hình thêm tồi tệ. Theo một dự báo do một ủy viên Quỹ ủy thác Chăm sóc Y tế có cái tên rất phù hợp là Thomas R. Saving, chỉ riêng chi phí của quỹ Chăm sóc y tế sẽ ngốn hết 24% toàn bộ thuế thu nhập của liên bang vào năm 2019. Các số liệu hiện tại cũng cho thấy là chính phủ liên bang đang có những khoản trách nhiệm tài chính chưa có nguồn chi trả lớn hơn nhiều so với con số chính thức. Theo ước tính gần đây nhất của Văn

phòng Kế toán Chính phủ, các khoản "chi phí" ngầm xuất phát từ các trợ cấp An sinh xã hội và Chăm sóc y tế trong tương lai là 34 tỷ đô la, chưa có nguồn nào để trả. [392] Con số này gần gấp bốn lần tổng số nợ chính phủ của liên bang.

Trớ trêu thay, chỉ có duy nhất một quốc gia mà vấn đề dân số lão hóa có các hệ quả kinh tế nghiêm trọng hơn Mỹ, đó là Nhật Bản. "Siêu cường phúc lợi" Nhật Bản đã thành công tới mức, vào thập niên 1970, tuổi thọ trung bình ở Nhật Bản trở thành cao nhất thế giới. Song điều đó, kết với tỷ lệ sinh đẻ giảm, đã tạo ra một xã hội già nhất thế giới, với trên 21% dân số hiện ở tuổi trên 65. Theo Viện Nghiên cứu Kinh tế Quốc tế Nakamae, dân số già sẽ bằng dân số lao động vào năm 2044. [393] Kết quả là hiện nay Nhật Bản đang phải vật lộn với cuộc khủng hoảng sâu sắc mang tính cấu trúc của hệ thống phúc lợi, một hệ thống không được thiết kế để đương đầu với cái mà người Nhật Bản gọi là xã hội trường thọ (*chōju shakai*). [394] Mặc dù đã nâng tuổi được nghỉ hưu lên, chính phủ hiện vẫn chưa giải quyết được các vấn đề của hệ thống lương hưu nhà nước. (Tình hình không được cải thiện thêm bởi một thực tế là nhiều người làm tư và sinh viên ấy là chưa kể một số chính khách nổi tiếng - đã không đóng phí bảo hiểm xã hội cần thiết.) Trong khi đó, các công ty bảo hiểm y tế nhà nước ngày càng thâm hụt kể từ đầu thập niên 1990. [395] Ngân sách phúc lợi của Nhật Bản hiện nay bằng ba phần tư số tiền thuế thu được. Khoản nợ từ phúc lợi đã vượt quá một triệu tỷ yên, bằng khoảng 170% GDP. [396] Song các tổ chức thuộc khu vực tư nhân cũng đang trong tình trạng không khá gì hơn. Các công ty bảo hiểm nhân thọ vẫn đang vật lộn kể từ khi thị trường chứng khoán sụp đổ năm 1990; ba công ty bảo hiểm lớn đã phá sản trong khoảng thời gian từ năm 1997 đến 2000. Các quỹ lương hưu cũng đang trong tình trạng gay go như vậy. Trong tình trạng hầu hết các nước trong thế giới phát triển đang tiến theo cùng một hướng, điều này đã tạo thêm ý nghĩa mới cho bài hát nhạc pop cũ của thập niên 1980 về "biến thành người Nhật" (turning Japanese). Tài sản tại các quỹ lương hưu lớn nhất thế giới (gồm cả quỹ của chính phủ Nhật Bản, bản sao Hà Lan của họ và Quỹ Công chức California) hiện đã vượt quá 10 nghìn tỷ đô la, tăng thêm 60% từ năm 2004 đến 2007. [397] Song liệu mai đây những quỹ này có tăng đến mức mà có lẽ ngay cả những số tiền khổng lồ như vậy cũng sẽ không đủ chi trả?

Biểu đồ nhân khẩu học của cuộc khủng hoảng phúc lợi: Nhật Bản, 1950-2050 (tỷ lệ phần trăm của dân số phân theo nhóm tuổi)



Sống lâu hơn sẽ là một tin tốt lành đối với mỗi cá nhân, song đó là một tin tồi tệ đối với một nhà nước phúc lợi và đối với các chính khách nào phải thuyết phục cử tri là cần cải cách hệ thống nhà nước phúc lợi. Một tin còn tồi tệ hơn thế nữa là trong lúc dân số thế giới trở nên già đi, thì bản thân thế giới cũng đang trở nên nguy ngập hơn. [398]

Người được phòng hộ và không được phòng hộ

Điều gì sẽ xảy ra nếu các tổ chức khủng bố quốc tế hoạt động thường xuyên hơn và/hoặc tàn bạo hơn, còn Al Qaeda tiếp tục theo đuổi các vũ khí giết người hàng loạt? Trên thực tế, đúng là có lý do xác đáng để lo sợ về điều đó. Trước tác động tương đối hạn chế của các cuộc tấn công năm 2001, Al Qaeda có động cơ mạnh mẽ để thực hiện một "ngày 11/9 bằng hạt nhân". [399] Những người phát ngôn của tổ chức này không hề phủ nhận điều đó; ngược lại, chúng công khai bộc lộ tham vọng của mình là sẽ "giết chết 4 triệu người Mỹ - trong đó có 2 triệu trẻ em - và làm mất nhà cửa gấp đôi số đó, làm thương vong và què quặt hàng trăm nghìn người khác". [400] Điều này không nên chỉ xem là những lời lẽ khoa trương. Theo Graham Allison từ Trung tâm Belfer của Đại học Harvard, "nếu như Mỹ và các chính phủ khác vẫn tiếp tục làm những gì họ đang làm hiện nay thì một cuộc tấn công khủng bố hạt nhân vào một thành phố lớn sẽ có nhiều khả năng xảy ra vào khoảng năm 2014." Theo quan điểm của Richard Garwin, một trong những người thiết kế bom khinh khí, hiện nay đã có "xác suất 20% mỗi năm xảy ra một vụ nổ hạt nhân nếu tính cả các thành phố của Mỹ và châu Âu". Một ước tính khác, do đồng nghiệp của Allison là Matthew Bunn đưa ra, cho rằng xác suất xảy ra một cuộc tấn công khủng bố hạt nhân trong giai đoạn mười năm là

29%. [401] Thậm chí một quả bom hạt nhân nhỏ cỡ 12,5 kiloton cũng có thể giết chết 80.000 người nếu phát nổ ở một thành phố cỡ trung bình ở Mỹ; một quả bom khinh khí 1,0 megaton có thể giết chết tới 1,9 triệu người. Một cuộc tấn công sinh học thành công có sử dụng các mầm bệnh than cũng có thể có mức độ gây chết người gần như vậy. [402]

Điều gì sẽ xảy ra nếu như hiện tượng trái đất đang nóng lên làm tăng xác suất xảy ra các thảm họa tự nhiên? Ở đây cũng có cơ sở để chúng ta phải lo ngại. Theo các chuyên gia khoa học trong ủy ban Liên chính phủ về Biến đổi khí hậu (IPCC), thì "tần suất xảy ra các trận mưa dữ dội đã tăng lên tại hầu hết các khu vực", hậu quả của việc trái đất nóng lên do con người gây ra. Ngoài ra còn có "bằng chứng biểu kiến cho thấy sự gia tăng hoạt động của bão nhiệt đới ở Bắc Đại Tây Dương kể từ khoảng năm 1970". Mực nước biển dâng lên theo IPCC dự báo chắc chắn sẽ làm gia tăng thiệt hại do lũ lụt gây bởi những trận bão tương tự Katrina. [403] Không phải tất cả các nhà khoa học đều chấp nhận ý kiến cho rằng hoạt động của bão dọc theo bờ biển Đại Tây Dương của Mỹ đang gia tăng (như khẳng định của Al Gore trong phim *An Inconvenient Truth* (Sự thật chua chát) của ông). Song hẳn sẽ là một sai lầm khi điềm nhiên giả định rằng điều đó là không đúng, đặc biệt là nếu xét tới việc xây cất nhà tăng liên tục ở các bang dễ bị bão tấn công. Đối với các chính phủ đã lung lay dưới gánh nặng của các cam kết về phúc lợi đang tăng cao không ngừng, thì sự gia tăng tần suất hoặc quy mô của các thảm họa có thể trở thành đòn chí tử về mặt tài chính. Các thiệt hại về bảo hiểm (và tái bảo hiểm) gây bởi các cuộc tấn công ngày 11/9 nằm trong khoảng từ 30 đến 58 tỷ đô la, gần bằng thiệt hại về bảo hiểm mà cơn bão Katrina gây ra. [404] Trong cả hai trường hợp đó, chính phủ Liên bang Mỹ đều phải nhảy vào để giúp các công ty bảo hiểm tư nhân đảm bảo được cam kết của mình, bằng cách cung cấp bảo hiểm khủng bố khẩn cấp của liên bang ngay sau vụ 11/9, đồng thời gánh phần lớn chi phí cứu trợ và xây dựng lại dọc theo vịnh Mexico. Nói cách khác, cũng như đã từng xảy ra trong hai cuộc chiến tranh thế giới, nhà nước phúc lợi phải nhảy vào khi các công ty bảo hiểm điêu đứng. Song điều này có một hậu quả tai hại trong trường hợp các thảm họa thiên nhiên. Thực sự là những người đóng thuế sống ở các khu vực tương đối an toàn của đất nước đang phải bao cấp cho những ai đã lựa chọn sống tại những khu vực hay xảy ra bão tố. Một cách khả dĩ để điều chỉnh sự mất cân bằng này là tạo ra một chương trình tái bảo hiểm liên bang để bảo hiểm cho những thảm họa siêu cấp. Thay vì trông chờ những người đóng thuế thanh toán hóa đơn cho những thảm họa lớn, các công ty bảo hiểm sẽ yêu cầu đóng một khoản phí bảo hiểm chênh lệch (cao hơn đối với những ai sống càng gần khu vực hay xảy ra bão tố), như vậy loại bỏ rủi ro một Katrina khác bằng cách tái bảo hiểm rủi ro đó thông qua chính phủ. [405] Song còn có một cách

khác nữa.

Bảo hiểm và phúc lợi không phải là cách duy nhất để mua sự bảo vệ trước các cú sốc trong tương lai. Cách thông minh để làm điều đó là tìm sự phòng hộ. Ngày nay, bất kỳ ai cũng được nghe nói về các quỹ phòng hộ như Citadel của Kenneth C. Griffin đóng trụ sở tại Chicago. Với tư cách là người sáng lập Tập đoàn Đầu tư Citadel, hiện là một trong hai mươi quỹ phòng hộ lớn nhất trên thế giới, Griffin hiện đang quản lý khoảng 16 tỷ đô la tài sản. Trong số đó có rất nhiều cái gọi là tài sản tịch biên mà Griffin thu nhặt từ các công ty phá sản như Enron với giá thấp tối đa. Có lẽ không quá nếu nói rằng Ken Griffin ưa thích mạo hiểm. Ông sống và hít thở với sự bất định. Kể từ khi bắt đầu kinh doanh các trái phiếu chuyển đổi được (convertible bond) từ căn phòng ở ký túc xá Harvard, ông đã ăn đậm trên những cái "đuôi béo". Vốn đầu tư chính ra nước ngoài của Citadel đã mang lại tỷ suất lợi nhuận hằng năm là 21% kể từ năm 1998. [406] Năm 2007, trong khi các tổ chức hành chính khác mất hàng tỷ đô la trong vụ sụp đổ tín dụng, ông đã kiếm cho cá nhân mình được trên 1 tỷ đô la. Trong số các tác phẩm nghệ thuật tô điểm cho căn hộ tầng thượng xa xỉ của ông trên đại lộ North Michigan có bức tranh *False Start* (Khởi đầu lầm lỗi) của Jasper Johns mà ông đã mua với giá 80 triệu đô la và một bức của Cézanne với giá 60 triệu đô la. Khi Griffin cưới vợ, đám cưới được tổ chức ở Versailles (cung điện Pháp, chứ không phải là một thị trấn nhỏ ở bang Illinois có cùng tên). [407] Phòng hộ rõ ràng là một công việc kinh doanh tốt trong một thế giới đầy rủi ro. Song thực sự điều đó có nghĩa là gì, và nó đến từ đâu?

Khởi nguồn của phòng hộ (hedge - nghĩa đen là hàng giậu), cũng hợp lý thôi, là từ nông nghiệp. Đối với một chủ trang trại đang gieo trồng thì không có điều gì quan trọng hơn là việc bán được giá sau khi thu hoạch và mang ra thị trường. Song giá đó có thể thấp hơn hoặc cao hơn so với ông ta kỳ vọng. Một hợp đồng tương lai sẽ cho phép ông ta phòng hộ cho bản thân mình bằng cách để một thương gia cam kết sẽ mua lượng thu hoạch của ông khi nó ra thị trường với giá đã được thỏa thuận ngay từ khi gieo hạt. Nếu như giá thị trường vào ngày giao sản phẩm thấp hơn so với kỳ vọng thì chủ trang trại đã được phòng hộ; người thương gia bán hợp đồng tương lai cho chủ trang trại tất nhiên hy vọng là giá sẽ cao hơn, để có lợi nhuận. Khi các thảo nguyên của nước Mỹ được cày xới để gieo trồng, và các tuyến đường thủy, đường sắt nối chúng với các thành phố lớn vùng công nghiệp Đông Bắc, thì chúng đã trở thành cái giỏ đựng bánh mì của quốc gia. Song cung và cầu, và do vậy giá cả nữa, thường dao động một cách điên loạn. Trong khoảng thời gian từ tháng 1/1858 đến 5/1867, một phần do hậu quả của cuộc Nội chiến, giá lúa mì đã nhảy vọt từ 55 xu lên 2,88 đô la một giạ (~ 36 lít), trước khi nó tụt trở lại còn 77 xu vào tháng 3/1870. Các hình thức phòng hộ đầu tiên đối với chủ

trang trại ra đời dưới dạng các hợp đồng kỳ hạn (forward contract), đó đơn giản là các bản thỏa thuận song phương giữa người bán và người mua. Tuy nhiên hợp đồng tương lai thực thụ là một công cụ tiêu chuẩn hóa được phát hành bởi một sở giao dịch hợp đồng tương lai, và do vậy có thể đem ra buôn bán. Với việc phát triển một hợp đồng tương lai theo kỳ hạn (to-arrive), cùng với một bộ quy tắc để chế tài thỏa thuận, và cuối cùng là một trung tâm giao hoán (clearinghouse) hiệu quả, thị trường hợp đồng tương lai thực thụ đầu tiên đã ra đời. Nơi khai sinh của nó là Thành Phố Đầy Gió: Chicago. Một sở giao dịch dành riêng cho hợp đồng tương lai ra đời vào năm 1874 - Sở Giao dịch Nông sản Chicago, tiền thân của Sở Giao dịch Thương mại Chicago ngày nay - đã tạo nên một mái nhà cho "phòng hộ" trên thị trường hàng hóa Mỹ. [408]

Một hợp đồng phòng hộ thuần túy sẽ hoàn toàn loại bỏ rủi ro về giá. Nó cần có một người đầu cơ làm bên đối tác chấp nhận rủi ro. Tuy nhiên, trong thực tế thì hầu hết những người mua phòng hộ đều có xu hướng tham gia vào một số dạng hoạt động đầu cơ nào đó nhằm tìm cách kiếm lời từ những thay đổi của giá cả trong tương lai. Một phần là bởi công chúng không thích điều đó - có cảm giác rằng các thị trường hợp đồng tương lai cũng chẳng hơn mấy các sòng bạc - nên cho đến tận thập niên 1970 mới xuất hiện các hợp đồng tương lai dành cho tiền tệ và lãi suất, và đến năm 1982 thì các hợp đồng tương lai mới xuất hiện trên thị trường chứng khoán.

Tại Citadel, Griffin đã tập hợp các nhà toán học, vật lý, kỹ sư, các nhà phân tích đầu tư và công nghệ máy tính tiên tiến. Một số điều họ làm trong tài chính thực sự mang tính cách mạng không thua gì khoa học tên lửa. Song các nguyên tắc cơ bản thì rất đơn giản. Do tất cả các hợp đồng đó đều phụ thuộc vào giá trị tài sản làm bảo đảm, tất cả các hợp đồng tương lai đều là các hình thức "phái sinh". Liên quan mật thiết, song khác về bản chất với hợp đồng tương lai, là loại hợp đồng tài chính được gọi là hợp đồng quyền chọn (option), về thực chất, người mua một quyền chọn mua (call option) có quyền, song không có nghĩa vụ, mua một số lượng thỏa thuận của một loại hàng hóa hoặc tài sản tài chính cụ thể từ người bán (người ký phát hay "writer") tại một thời điểm nhất định (ngày đến hạn) với một giá xác định được gọi là giá thực hiện (strike price). Rõ ràng là người mua quyền chọn mua có kỳ vọng là giá của hàng hóa hay công cụ làm bảo đảm sẽ lên trong tương lai. Khi giá ấy vượt qua mức giá thực hiện đã được thỏa thuận, hợp đồng đó được gọi là quyền chọn mua trong giá (in-the-money option) - và kẻ khôn ngoan đã mua hợp đồng này cũng đã "mua trong giá". Một quyền chọn bán (put option) thì ngược lại: người mua có quyền, song không có nghĩa vụ, bán một số lượng đã thỏa thuận một hàng hóa hoặc công cụ tài chính cho người bán hợp đồng này. Hình thức phái sinh thứ ba là hợp đồng hoán đổi (swap), thực chất là một sự đánh cược giữa hai bên, chẳng hạn là về diễn

biến tương lai của lãi suất. Một hợp đồng hoán đổi lãi suất thuần túy cho phép hai bên đang tiếp nhận lãi tiền gửi có thể trao đổi lãi đó với nhau, như vậy cho phép một người nào đó đang nhận lãi suất biến đổi có thể đổi nó lấy lãi suất cố định, trong trường hợp lãi suất giảm. Trong khi đó, một hợp đồng hoán đổi vỡ nợ tín dụng (credit default swap) đem lại phòng hộ trong trường hợp công ty đó không thanh toán được các trái phiếu. Tuy nhiên, có lẽ hình thức phái sinh hấp dẫn nhất là phái sinh thời tiết, như trái phiếu thảm họa thiên nhiên cho phép các công ty bảo hiểm và các công ty khác được đền bù thiệt hại từ nhiệt độ cực điểm hoặc thảm họa thiên nhiên bằng cách bán cái gọi là rủi ro đuôi (tail risk) cho các quỹ phòng hộ như Fermat Capital. Thực ra mà nói, người mua một "trái phiếu thảm họa" đang bán bảo hiểm; nếu thảm họa nêu trong trái phiếu xảy ra, người mua sẽ phải chi trả một lượng tiền đã được thỏa thuận trước hoặc phải trả tiền gốc của mình. Đổi lại, người bán trả một mức lãi suất hấp dẫn. Năm 2006, giá trị danh nghĩa tổng cộng của các công cụ phái sinh rủi ro thời tiết là khoảng 45 tỷ đô la.

Đã có thời kỳ mà hầu hết các hình thức phái sinh như vậy là các công cụ tiêu chuẩn hóa được đưa ra bởi các sở giao dịch như Sở Giao dịch Thương mại Chicago, nơi đã tiên phong mở thị trường công cụ phái sinh thời tiết. Tuy nhiên, ngày nay một tỷ lệ lớn các công cụ phái sinh được thiết kế theo yêu cầu riêng của khách hàng và được bán trên thị trường không chính thức (OTC), thường là các ngân hàng tính giá hoa hồng hấp dẫn cho dịch vụ của mình. Theo Ngân hàng Thanh toán Quốc tế, tổng số tiền chưa chi trả danh nghĩa của các hợp đồng phái sinh OTC - được thỏa thuận trên cơ sở sắp đặt trước giữa hai bên - đã đạt tới con số đáng kinh ngạc là 596 nghìn tỷ đô la vào tháng 12/2007, với tổng giá trị thị trường trên 14,5 nghìn tỷ đô la. [409] Mặc dù các hợp đồng phái sinh đó được gọi một cách rất hay ho là các vũ khí hủy diệt hàng loạt tài chính bởi những nhà đầu tư truyền thống như Warren Buffett (tuy ông vẫn dùng đến chúng), trường phái Chicago vẫn cho rằng hệ thống kinh tế thế giới chưa bao giờ được bảo vệ tốt trước những bất ngờ như hiện nay.

Mặc dù vậy, thực tế là cuộc cách mạng tài chính này đã thực sự phân chia thế giới thành hai bộ phận: những người được (hoặc có thể được) phòng hộ và những người không được (hoặc không thể được) phòng hộ. Bạn cần tiền của mình được phòng hộ. Các quỹ phòng hộ thông thường sẽ yêu cầu một khoản đầu tư sáu hoặc bảy con số và đòi hỏi một khoản phí quản lý ít nhất là 2% số tiền của bạn (Citadel đòi hỏi mức phí gấp bốn lần mức đó) và 20% lợi nhuận. Điều đó có nghĩa là hầu hết các tập đoàn lớn có đủ khả năng để được bảo vệ khi có sự tăng ngoài dự kiến của lãi suất, tỷ giá hoặc giá hàng hóa. Nếu muốn thì họ còn có thể phòng hộ trước các cơn bão tương lai hoặc các cuộc tấn công khủng bố bằng cách bán các trái phiếu thảm họa và công cụ phái sinh khác. Trong khi đó, hầu hết các gia đình bình thường hoàn toàn

không đủ khả năng phòng hộ và có lẽ cũng không biết phòng hộ thế nào, kể cả nếu như họ có đủ khả năng. Chúng ta, những kẻ trần thế hiện vẫn phải dựa vào cái công cụ khá thô thiển và thường rất tốn kém là các hợp đồng bảo hiểm để bảo vệ mình trước những điều bất ngờ tệ hại của cuộc đời; hoặc là hy vọng rằng nhà nước phúc lợi sẽ lao đến cứu ta.

Tất nhiên, còn có một chiến lược thứ ba đơn giản hơn nhiều: một chiến lược đã có từ lâu là tiết kiệm tiền để đề phòng ngày mưa gió. Hoặc, hơi khác đôi chút, là vay tiền để mua các tài sản với giả định sự tăng giá trị của chúng trong tương lai sẽ cho phép chúng ta có một cái đệm đề phòng các tai họa. Trong những năm gần đây, đối với nhiều gia đình, việc tạo ra một khoản dự phòng đối với tương lai bất định được thực hiện dưới hình thức đơn giản là đầu tư (thông thường là bằng đòn bẩy, tức là bằng vay nợ) vào một ngôi nhà mà giá trị của nó dự kiến là sẽ tăng đều đặn cho đến ngày những người trụ cột của gia đình đến tuổi về hưu. Nếu lương hưu không đủ, đừng lo. Nếu bạn sử dụng hết cả bảo hiểm y tế, đừng hoảng, vẫn luôn có một ngôi nhà, ngôi nhà thân thương.

Tuy nhiên, xét với tư cách bảo hiểm hoặc kế hoạch lương hưu thì chiến lược này có một khiếm khuyết rõ rệt. Đó là nó dựa vào sự đánh cược một chiều và hoàn toàn không được phòng hộ trên một thị trường: thị trường bất động sản. Không may, như chúng ta sẽ thấy trong chương tiếp theo, sự đánh cược dựa vào gạch ngói và vôi vữa còn lâu mới đạt được sự an toàn như ngôi nhà. Và bạn cũng chẳng cần phải sống ở New Orleans để thấy được điều này qua kinh nghiệm cay đắng.

Chương 5 AN TOÀN NHƯ NHỮNG NGÔI NHÀ

Đấy chính là một trò chơi kinh tế được ưa chuộng trong thế giới nói tiếng Anh: bất động sản. Không một khía cạnh nào của đời sống tài chính lại có ảnh hưởng như vậy trong tâm tưởng của công chúng. Không một quyết định phân bố cơ cấu tài sản nào lại khuấy động nhiều cuộc trao đổi tại các bữa tiệc tối đến vậy. Thị trường bất động sản rất đặc biệt. Mỗi một người trưởng thành, bất kể là dốt nát về kinh tế đến đâu, cũng có quan điểm riêng về triển vọng tương lai của thị trường này. Thậm chí trẻ em cũng được dạy cách leo lên bậc thang bất động sản như thế nào từ rất lâu trước khi chúng có tiền riêng. [410] Và cách mà chúng ta dạy trẻ em cũng đúng là chơi trò chơi bất động sản.

Cái trò chơi mà ngày nay chúng ta biết đến dưới tên Cờ tỷ phú (Monopoly, nghĩa đen là "Độc quyền") được phát kiến lần đầu tiên năm 1903 bởi một phụ nữ Mỹ là Elizabeth ("Lizzie") Philips, một người hâm mộ nhà kinh tế cấp tiến Herry George. Ước mơ không tưởng của bà là một thế giới trong đó chỉ có một loại thuế duy nhất là thuế đánh vào giá trị đất đai. Mục đích ban đầu của trò chơi này là vạch trần sự bất công của một hệ thống xã hội trong đó một thiểu số các chủ nhà đất hưởng lợi từ tiền thuê nhà đất mà họ thu được từ những người đi thuê. Ở dạng nguyên thủy mang tên Trò chơi Chủ đất, trò Cờ tỷ phú đã có một số đặc điểm quen thuộc - đường đi hình chữ nhật liên tục, góc Vào tù - song nó dường như quá phức tạp và quá sách vở nên không nhận được sự hưởng ứng rộng rãi. Thực vậy, trong số những người đầu tiên tiếp nhận trò chơi này có hai vị giáo sư đại học lập dị là Scott Nearing ở Wharton và Guy Tugwell ở Columbia, họ đã điều chỉnh trò chơi này để sử dụng trong lớp học. Phải tới một kỹ sư ngành nước thất nghiệp tên là Charles Darrow mới nhận ra trò chơi có tiềm năng thương mại sau khi ông được bạn bè giới thiệu phiên bản dựa trên đường phố Atlantic City, một khu nghỉ dưỡng trên bờ biển New Jersey. Darrow đã thiết kế lại bàn cờ sao cho mỗi một ô bất động sản có một dải tô màu sáng vắt ngang qua, rồi làm bằng tay các ngôi nhà nhỏ và khách sạn mà những người chơi có thể "xây" trên các ô mà họ đã mua. Darrow có đôi bàn tay khéo (ông có thể làm xong một bộ trong 8 giờ), song ông cũng có sự năng nổ của một người bán hàng khi đã thuyết phục được cửa hàng John Wanamaker ở Philadelphia và nhà bán lẻ đồ chơi F. A. O. Schwartz mua trò chơi của mình cho mùa Giáng sinh năm 1934. Chẳng bao lâu ông đã bán được nhiều hơn so với số ông có thể tự mình làm ra. Năm 1935, công ty chuyên trò chơi bảng Parker Brothers (đã từ chối Trò chơi Chủ đất ban đầu) đã mua lại sáng kiến

của ông. [411]

Cuộc Đại Suy thoái có vẻ như là thời điểm không thuận lợi để cho ra đời thứ mà bây giờ đã biến thành một trò chơi cho những người thích trở thành chủ sở hữu bất động sản. Song có lẽ những đồng tiền giả nhiều màu sắc là một phần hấp dẫn của Cờ tỷ phú. "Như chính cái tên của trò chơi đã gọi lên," Parker Brothers tuyên bố vào năm 1935:

người chơi kinh doanh bất động sản, đường sắt, các dịch vụ tiện ích công cộng trong một nỗ lực nhằm giành "độc quyền" đối với một khoảnh bất động sản để kiếm được tiền thuê từ những người chơi khác. Sự hào hứng lên cao khi người chơi gặp phải các vấn đề quen thuộc như vay thế chấp mua nhà, các khoản thuế, quỹ cứu tế, quyền chọn, tiền thuê nhà, tiền lãi, bất động sản chưa được xây dựng, khách sạn, nhà chung cư, công ty điện lực và các giao dịch khác, và được cấp tiền đồ chơi dùng để mua. [412]

Trò chơi đã thành công đến mức trở thành hiện tượng. Đến cuối năm 1935, một phần tư triệu bộ đã được bán ra. Trong vòng bốn năm, các phiên bản đã được tạo ra ở Anh (hãng Waddington's đã sản xuất phiên bản London mà tôi chơi lần đầu tiên), Pháp, Đức, Italia và Áo - mặc dù các chính phủ phát xít có thái độ nước đôi về tính chất tư bản không thèm biện giải của trò chơi lúc bấy giờ. [413] Đến khi xảy ra Thế chiến thứ hai, trò chơi này đã trở thành phổ biến đến mức mà tình báo Anh có thể sử dụng các bàn Cờ tỷ phú do Hội Chữ thập đỏ cung cấp để tuồn đồ đạc chạy trốn - trong đó có bản đồ và các đồng tiền châu Âu thật - cho tù binh chiến tranh của Anh trong các trại tù Đức. [414] Những người Mỹ thất nghiệp và những người Anh bị cầm tù đều thích trò Cờ tỷ phú bởi cùng một lý do. Trong đời thực, cuộc sống thật gian khó, song khi chơi trò Cờ tỷ phú, chúng ta có thể ước mơ mua được cả nhiều dãy phố. Điều mà trò chơi này nói với chúng ta, hoàn toàn tương phản với ý định của người ban đầu sáng tạo ra nó, là sở hữu bất động sản là một quyết định khôn ngoan. Càng sở hữu nhiều bất động sản, bạn càng kiếm được nhiều tiền. Đặc biệt trong thế giới nói tiếng Anh, có một sự thật được mọi người thừa nhận là không có cái gì vượt qua được gạch ngói và vôi vữa với tư cách là một món đầu tư.

"An toàn như những ngôi nhà": câu nói này đã nói lên tất cả lý do tại sao người ta ở khắp nơi trên trái đất này đều ao ước được sở hữu một ngôi nhà của riêng mình. Song câu nói còn có một ý nghĩa cụ thể hơn trong thế giới tài chính. Nó có nghĩa là không có gì an toàn hơn việc cho những người có bất động sản vay tiền. Vì sao? Bởi vì giả sử khoản vay vỡ nợ, bạn vẫn có thể tịch biên ngôi nhà đó. Kể cả nếu họ chạy trốn, ngôi nhà cũng không thể trốn đi đâu. Như cái tên của nó, đất đai và nhà cửa là các tài sản "bất động". Do đó không phải ngẫu nhiên mà nguồn cung cấp vốn quan trọng nhất để mở hãng kinh doanh ở Mỹ là vay thế chấp bằng ngôi nhà của nhà khởi nghiệp.

Cũng như vậy, các tổ chức tài chính ngày càng trở nên dễ dãi hơn trong việc cho những người muốn mua bất động sản vay tiền. Kể từ năm 1959, tổng số dư nợ cho vay thế chấp bằng nhà đất ở Mỹ đã tăng gấp 75 lần. Tính gộp lại, những người Mỹ sở hữu nhà đất mình sống đã nợ một số tiền tương đương với 99% tổng sản phẩm quốc nội của Mỹ tính đến cuối năm 2006, so với chỉ có 38% vào năm mươi năm trước đó. Mức vay nhảy vọt này đã bơm tiền cho cơn sốt đầu tư vào nhà ở, mà đỉnh cao trong vòng năm mươi năm là vào năm 2005. Có lúc, nguồn cung cấp nhà ở mới có vẻ như không theo kịp nhu cầu tăng vọt. Khoảng một nửa tăng trưởng tổng sản phẩm quốc nội của Mỹ trong nửa đầu năm 2005 là liên quan đến nhà ở.

Đam mê bất động sản trong thế giới nói tiếng Anh đã trở thành nền tảng cho một thực nghiệm chính trị: việc tạo ra các nền dân chủ sở hữu nhà ở thực thụ đầu tiên của thế giới, trong đó có từ 65% đến 83% số hộ gia đình sở hữu ngôi nhà mà họ sống. [415] Nói cách khác, đại bộ phận cử tri cũng đồng thời là những người sở hữu nhà đất. Một số người cho rằng đây là một mô hình mà cả thế giới cần phải noi theo. Thực vậy, trong những năm gần đây, mô hình này đã được lan truyền rất nhanh, với việc giá nhà bùng nổ không chỉ trong "khu vực gốc Anh" (Úc, Canada, Ireland, Anh và Mỹ), mà còn ở Trung Quốc, Pháp, Ấn Độ, Italia, Nga, Hàn Quốc và Tây Ban Nha. Năm 2006, mức lạm phát của giá nhà đất danh nghĩa đã vượt 10% tại 8 trong số 18 nước thành viên của Tổ chức Hợp tác Kinh tế và Phát triển (OECD). Nước Mỹ thực ra không chứng kiến điều gì khác thường với bong bóng nhà đất trong khoảng thời gian từ năm 2000 đến 2007; còn ở Hà Lan và Na Uy thì giá nhà đất tiếp tục tăng lên. [416]

Song liệu bất động sản có an toàn như những ngôi nhà? Hay trò chơi bất động sản đúng hơn lại giống một ngôi nhà làm bằng bìa các tông?

Tầng lớp quý tộc sở hữu bất động sản

Sở hữu nhà ngày nay chỉ trở thành ngoại lệ ở những vùng nghèo khổ nhất nước Anh và Mỹ, chẳng hạn như khu East End của Glasgow hay khu vực East Side của Detroit. Tuy nhiên hầu như trong suốt lịch sử, đây là một đặc quyền riêng của tầng lớp thượng lưu. Bất động sản được truyền từ cha sang con cùng với các tước hiệu và các đặc quyền chính trị. Còn những người khác thì chỉ là những người thuê nhà và trả tiền thuê cho chủ đất. Thậm chí quyền bỏ phiếu trong các cuộc bầu cử ban đầu cũng là một chức năng nằm trong quyền sở hữu bất động sản. Ở vùng nông thôn nước Anh trước năm 1832, theo những quy chế đã được thông qua từ thế kỷ 15, chỉ những người đàn ông nào sở hữu bất động sản toàn quyền sử dụng đem lại ít nhất là 40 shilling một năm ở một hạt nào đó mới được quyền đi bỏ phiếu tại hạt đó.

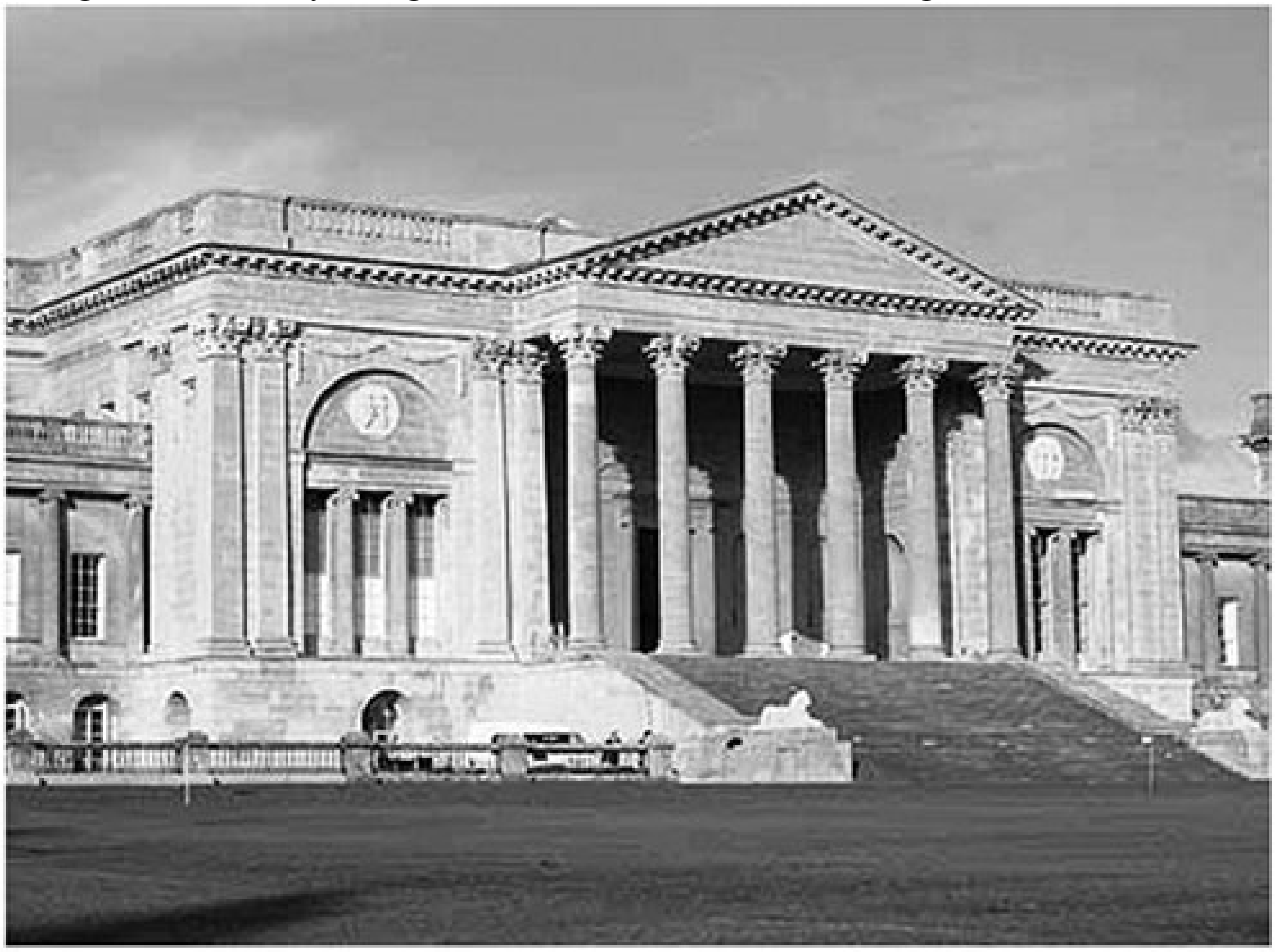
Nghĩa là tối đa chỉ có 435.000 người ở Anh và xứ Wales, đại bộ phận trong đó có liên quan đến những chủ đất giàu có nhất thông qua một mạng lưới bảo trợ phức tạp. Trong số 514 Hạ nghị sĩ của Anh và xứ Wales tại Hạ viện vào đầu thế kỷ 19, khoảng 370 người được bầu nhờ gần 180 người bảo trợ có sở hữu đất đai. Trên một phần năm số đại biểu là con trai của các nhà quý tộc.

Xét riêng một khía cạnh thì chẳng có thay đổi gì lắm ở nước Anh kể từ đó đến nay. Khoảng 40 triệu mẫu đất trong tổng số 60 triệu mẫu là của chưa đến 189.000 gia đình sở hữu. [417] Công tước xứ Westminster hiện vẫn là người giàu thứ ba ở nước Anh, với tài sản ước tính là vào khoảng 7 tỷ bảng Anh; cũng nằm trong số 50 người đứng đầu "danh sách người giàu" có Bá tước Cadogan (2,6 tỷ bảng) và nữ Nam tước Howard de Walden (1,6 tỷ bảng). Sự khác nhau là ở chỗ tầng lớp quý tộc hiện giờ không còn độc quyền thống trị hệ thống chính trị. Nhà quý tộc cuối cùng nắm giữ chức vụ Thủ tướng là Alec Douglas-Home, Bá tước thứ 14 xứ Home, người đã rời nhiệm sở vào năm 1964 (như ông ta diễn tả, là do thất bại trước "Ông Wilson thứ 14"). Thực vậy, do cuộc cải cách Thượng viện Anh mà tầng lớp quý tộc cha truyền con nối hiện đang trong quá trình bị loại bỏ hoàn toàn khỏi hệ thống nghị viện của nước Anh.

Sự suy tàn của tầng lớp quý tộc với tư cách là một lực lượng chính trị đã được giải thích theo nhiều cách khác nhau. Song nằm ở trung tâm là vấn đề tài chính. Cho đến thập niên 1830 vận may vẫn mỉm cười với giới quý tộc, khoảng ba mươi gia đình có thu nhập ròng hằng năm từ đất đai của họ trên 60.000 bảng. Giá đất đã tăng vọt trong thời gian xảy ra các cuộc chiến tranh với Napoléon, khi tác động chung của áp lực dân số và lạm phát trong chiến tranh làm giá lúa mì tăng gấp đôi. Sau đó, công nghiệp hóa đã đem lại những khoản đậm bất ngờ cho kẻ nào tình cờ ngồi trên những mỏ than hoặc bất động sản ở đô thị, trong khi sự thống lĩnh của giới quý tộc đối với hệ thống chính trị đã đảm bảo cho một dòng tiền thù lao đều đặn từ ví của công chúng. Như thể vẫn chưa đủ, các đại biểu tôn kính của Thượng viện Anh đã tận dụng tối đa vị thế cho phép họ vay xả láng. Một số người vay để "cải thiện" bất động sản của họ, tưới tiêu các cánh đồng và rào chiếm đất công. Những người khác vay để trang trải cho một lối sống tiêu thụ phô trương. Chẳng hạn, các Công tước xứ Devonshire phải chi từ 40% đến 55% thu nhập hằng năm để trả tiền lãi các khoản vay khủng khiếp vào thế kỷ 19. "Tất cả những gì ngài thiếu," một trong các cố vấn pháp luật của họ than vãn, "là sức mạnh của sự tự kiềm chế." [418]

Vấn đề là ở chỗ bất động sản, bất kể bạn sở hữu bao nhiêu, chỉ là vật đảm bảo đối với người cho bạn vay tiền. Như cô Demolines đã nói trong vở kịch *Last Chronicle of Barset* (Biên niên sử cuối cùng của Barset) của Trollope,

"đất đai không thể trốn đi đâu được". [419] Đó là lý do tại sao rất nhiều nhà đầu tư thế kỷ 19 - trong đó có các công ty luật ở địa phương, các ngân hàng tư nhân và các công ty bảo hiểm - đã bị cuốn hút bởi cho vay thế chấp mua nhà như một hình thức đầu tư hoàn toàn không có rủi ro. Ngược lại, vật đảm bảo duy nhất của người đi vay khỏi bị mất bất động sản vào tay những người cho vay là thu nhập của anh ta. Thật không may cho những người sở hữu đất đai lớn của nước Anh dưới triều đại Nữ hoàng Victoria, thu nhập này đột nhiên sụt hẳn. Từ cuối thập niên 1840 trở đi, tác động của sản lượng ngũ cốc tăng lên trên khắp thế giới, cùng chi phí vận tải giảm và các hàng rào thuế quan được hạ thấp - minh chứng là việc hủy bỏ các Đạo luật Ngũ cốc năm 1846 - đã làm xói mòn vị thế kinh tế của các chủ đất. Với giá ngũ cốc tụt từ đỉnh 3 đô la một giạ năm 1847 xuống còn 50 xu vào năm 1894, thu nhập từ đất nông nghiệp cũng tụt theo. Tỷ suất lợi nhuận của bất động sản ở khu vực nông thôn đã tụt từ 3,65% năm 1845 xuống còn có 2,51% vào năm 1885. [420] Như tờ *The Economist* đã diễn tả: "Không một vật bảo đảm nào ngày xưa là chỗ dựa của lòng tin tuyệt đối hơn thế, mà gần đây lại trở thành kém cỏi tới mức đáng buồn đến thế, đó là đất đai của nước Anh." Với những người có bất động sản ở Ireland, vấn đề còn phức tạp hơn bởi bất ổn chính trị tăng cao. Sự suy tàn và sụp đổ về kinh tế này được minh họa bởi số phận của một gia đình đã xây dựng nên Tòa nhà Stowe ở Buckinghamshire.



Tòa nhà Stowe: một biểu tượng huy hoàng của tầng lớp quý tộc, đã được thế chấp cho vay toàn bộ

Tòa nhà Stowe có một cái gì đó thực là cao quý không thể phủ nhận được. Với những dãy cột lớn, mái cổng Vanbrugh đầy ấn tượng và khu vườn Brown hấp dẫn, đây là một trong những mẫu vật đẹp đẽ nhất còn sống sót từ kiến trúc quý tộc thế kỷ 18. Song ngày nay đã có thứ gì đó biến mất khỏi Tòa nhà Stowe - hay đúng hơn là nhiều thứ. Tại mỗi hốc tường của phòng khách lớn bằng đá cẩm thạch hình elip đã từng có một bức tượng kiểu La Mã. Các lò sưởi phong cách thời vua George tuyệt đẹp trong các phòng khánh tiết đã được thay thế bằng các lò sưởi Victoria rẻ tiền và nhỏ bé. Nhiều phòng trước đây từng được nhồi đầy các đồ nội thất lộng lẫy giờ nằm trống rỗng. Vì sao vậy? Câu trả lời là chủ ngôi nhà này đã trở thành nạn nhân cao sang nhất trong vụ sụp đổ bất động sản hiện đại đầu tiên: Richard Plantagenet Temple-Nugent-Brydges-Chandos-Grenville, Tử tước thứ sáu xứ Cobham và Công tước thứ hai xứ Buckingham.

Tòa nhà Stowe chỉ là một phần của đế chế bất động sản khổng lồ mà Công tước Buckingham và tổ tiên ông đã có được. Họ đã đẩy mình từ địa vị nam tước lên đến địa vị công tước trong vòng 125 năm bằng cả sự đỡ đầu về chính trị và hôn nhân có tính toán. [421] Tổng cộng, Công tước đã sở hữu khoảng 67.000 mẫu ở Anh, Ireland và Jamaica. Đây có lẽ là cơ sở còn hơn cả hợp lý cho lối sống xa hoa quá mức của ông. Ông vung tay vô tội vạ: cho các cô nhân tình, cho những đứa con ngoài giá thú, cho vụ kiện những kẻ hành quyết bố vợ của ông, cho việc mua quan lộ để tiến tới phẩm cấp Hiệp sĩ Garter, cho việc chống lại dự thảo Đạo luật Đại Cải cách và việc hủy bỏ các Đạo luật Ngũ cốc - cho bất cứ cái gì mà ông cảm thấy thích hợp với vị trí của ông, là một công tước và là hiện thân sống của vùng đất ông cai trị. Ông rất tự hào là đã "chống lại bất kỳ một biện pháp nào gây thiệt hại cho những quyền lợi của nông nghiệp, bất kể là do chính phủ nào đưa ra". Thực vậy, ông đã từ chức quan Chưởng ấn (Lord Privy Seal) trong chính phủ của Tòng Nam tước Robert Peel để không phải ủng hộ việc hủy bỏ Đạo luật Ngũ cốc. [422] Tuy nhiên, đến năm 1845 - tức là thậm chí trước cả khi có sự sụt giảm giá ngũ cốc vào giữa thế kỷ đó - các khoản tiền mà ông nợ đã gần đạt tới mức có thể chôn vùi ông. Với thu nhập ròng hằng năm là 72.000 bảng, ông đã tiêu 109.140 bảng mỗi năm và đã tích tụ một khoản nợ là 1.027.282 bảng. [423] Hầu hết thu nhập của ông đã bị ngốn bởi các khoản trả lãi vay (lãi suất đối với một số khoản nợ của ông lên đến 15%) và các khoản đóng phí bảo hiểm nhân thọ cho một hợp đồng bảo hiểm có lẽ là niềm hy vọng tốt nhất để các chủ nợ thấy được tiền của họ. [424] Song vẫn còn một cử chỉ điên rồ cuối cùng nữa.

Để chuẩn bị cho chuyến viếng thăm rất được khao khát của Nữ hoàng

Victoria và Hoàng thân Albert vào tháng 1/1845, Công tước đã tân trang lại Tòa nhà Stowe từ trên xuống dưới. Toàn bộ ngôi nhà được trang hoàng bằng nội thất sang trọng loại mới nhất. Thậm chí còn có cả da hổ trong phòng tắm hoàng gia. Nữ hoàng Victoria đã nhận xét một cách gay gắt: "Đến cả tôi cũng không có được vẻ đẹp tráng lệ như vậy trong cả hai cung điện của mình”. Như thể điều đó vẫn còn chưa đủ, Công tước đã gọi cả Trung đoàn Dân kỵ (bằng tiền của riêng mình) để bắn các loạt đạn đại bác chào mừng khi Nữ hoàng và phu quân của bà tiến vào lãnh địa của ông. Bốn trăm tá điền cưỡi ngựa xếp thẳng hàng để chào đón họ, cùng với hàng trăm người làm mặc quần áo chỉnh tề, ba ban nhạc kèn đồng và một đơn vị cảnh sát được đưa từ London tới cho ngày hôm đó. [425] Đó là giọt nước cuối cùng làm tràn chiếc ly tài chính của Công tước. Để ngăn chặn sự sụp đổ hoàn toàn của gia đình này, con trai của Công tước xứ Buckingham là Hầu tước Chandos được khuyên nắm quyền kiểm soát tài sản của cha mình ngay khi vừa đến tuổi trưởng thành. Sau những cuộc tranh cãi pháp lý nghiệt ngã, người con trai đã thắng thế. [426] Vào tháng 8/1948, trước sự kinh hoàng của Công tước, toàn bộ những gì bên trong Tòa nhà Stowe đã được mang ra đấu giá. Giờ đây ngôi nhà trang nghiêm của tổ tiên để lại đã được mở rộng cửa cho những kẻ săn đồ giá rẻ bước vào trả giá từng cái đĩa, chai rượu, đồ sứ, các tác phẩm nghệ thuật và những cuốn sách hiếm, thực tình (như tờ *The Economist* đã nhạo báng) cứ như thể Công tước là "một tay buôn đồ đất nung bị phá sản." [427] Tổng số tiền thu được từ bán đấu giá là 75.000 bảng. Không gì có thể tượng trưng tốt hơn cho kỷ nguyên mới của sự suy tàn quý tộc.

Bị người vợ Scotland - vốn chịu nhiều đau khổ và bị phản bội nhiều lần - ly dị (toàn bộ tư trang của bà bị các sĩ quan cảnh sát ở London tịch thu), Công tước đã buộc phải rời khỏi Tòa nhà Stowe để đi thuê nhà. Ông đã kéo dài nốt những ngày tháng đời mình tại câu lạc bộ Carlton ở London để viết một loạt hồi ký rất kém tin cậy, và theo bản tính bất trị vẫn săn đuổi các cô ca sĩ lẫn vợ của những người khác. Đã quá quen với khả năng chi trội không hạn định thuở nào, ông cằn nhằn một cách cay đắng rằng người con trai đã cấp cho ông "Vỏn vẹn lương của một sĩ quan trích từ mức lương toàn phần của một phẩm bậc như tôi, người không có gì phải chi trả ngoài phí tổn của bản thân mình" [428]:





Ba thế hệ của gia đình giới quý tộc:

Phía trên bên trái: Richard Grenville, Công tước thứ nhất xứ Buckingham

Phía trên bên phải: Richard Grenville, Công tước thứ hai xứ Buckingham

Phía dưới bên trái: Richard Grenville, Công tước thứ ba xứ Buckingham

Trong giờ phút khốn quẫn, [cậu ta] đã buộc Cha mình sống lếch thếch, bị bỏ rơi, bị ngược đãi... Sau khi đã giành được quyền sở hữu tài sản và bất động sản của Cha, cậu ta đã làm chúng thiệt hại và mất mát, và đi ngược lại mọi nguyên tắc về danh dự và công bằng, và... đã cam tâm chứng kiến Cha mình bị nhục mạ và xúc phạm. [429]

"Các ông thấy tôi bị đầu độc và cướp bóc," ông than vãn với bất kỳ ai ở câu lạc bộ Carlton còn muốn nghe ông nói. [430] Công tước qua đời năm 1861 khi đang sống bằng tiền chu cấp của con trai mình tại khách sạn Great Western ở ga xe lửa Paddington. Thật hình tượng khi người con trai dè sẻn hơn ông đã trở thành chủ tịch Công ty Đường sắt London và Tây Bắc. [431] Điều này cho thấy hóa ra là trong thế giới hiện đại, một công việc thường xuyên có ý nghĩa hơn là một tước hiệu được thừa kế, bất kể là bạn sở hữu bao nhiêu mẫu đất.

Sự suy sụp của Công tước xứ Buckingham báo hiệu cho một kỷ nguyên dân chủ mới. Các đạo luật cải cách bầu cử trong các năm 1832, 1867 và 1884 đã làm xói mòn nốt quyền lực của giới quý tộc đối với nền chính trị nước Anh. Đến cuối thế kỷ 19, người đóng tiền thuê nhà 10 bảng mỗi năm cũng có quyền bầu cử hợp pháp như người kiếm được 10 bảng mỗi năm từ bất động sản. Số cử tri lúc đó lên đến 5,5 triệu người, tức là 40% số đàn ông trưởng thành. Đến năm 1918, tiêu chuẩn kinh tế cuối cùng này rốt cuộc cũng bị loại bỏ nốt, và sau năm 1928 thì tất cả mọi người đến tuổi trưởng thành, nam giới và nữ giới, đều có quyền bầu cử. Song sự kiện toàn dân đến tuổi được quyền đi bầu không có nghĩa là quyền sở hữu bất động sản cũng trở thành toàn dân. Ngược lại: cho đến tận năm 1938, chỉ có chưa đến một phần ba quỹ nhà cửa ở Anh là thuộc sở hữu của người cư ngụ trong ngôi nhà đó. Chỉ có ở bờ bên kia Đại Tây Dương, một nền dân chủ sở hữu nhà ở thực thụ đầu tiên mới sắp xuất hiện. Và nó xuất hiện từ trong lòng một cuộc khủng hoảng tài chính sâu sắc chưa từng thấy.

Nền dân chủ sở hữu nhà ở

Ngôi nhà của một người Anh là lâu đài của anh ta, câu thành ngữ đã nói như vậy. Cũng tương tự, những người Mỹ biết rằng (như Dorothy nói trong *Phù thủy xứ Oz*) không có nơi nào giống như nhà của mình - ngay cả khi tất

cả các ngôi nhà trông đều na ná giống nhau. Song nguồn gốc của mô hình Anh-Mỹ về một gia đình giàu có sở hữu nhà ở không chỉ thuộc lĩnh vực văn hóa mà còn thuộc lĩnh vực chính sách của chính phủ. Nếu như hệ thống giai cấp cũ dựa trên quyền sở hữu bất động sản của giới tinh hoa là hệ thống đặc trưng của nước Anh, thì nền dân chủ sở hữu nhà được tạo ra tại Mỹ.

Trước thập niên 1930, chỉ có trên hai phần năm hộ gia đình Mỹ sở hữu nhà riêng. Trừ phi bạn là một chủ trang trại, việc đi vay thế chấp mua nhà [432] là một ngoại lệ chứ không phải quy tắc. Một số rất ít người vay tiền để mua nhà ở trong thập niên 1920 đã rơi vào tình thế cực kỳ khó khăn khi cuộc Đại Suy thoái nổ ra, đặc biệt là nếu như người kiếm tiền chủ yếu của gia đình rơi vào số hàng triệu người bị mất việc làm và thu nhập. Các khoản vay thế chấp mua nhà đều là ngắn hạn, thường là từ ba đến năm năm, và không được trả dần. Nói cách khác, người ta trả lãi vay, song không được trả số tiền họ vay (tức là gốc) cho đến tận cuối kỳ hạn vay, do vậy kết cục là họ phải đối mặt với kỳ trả cuối cùng kích cỡ phình to. Trung bình, chênh lệch (hay biên độ) giữa lãi suất vay thế chấp mua nhà và lãi suất trái phiếu công ty cấp hạng cao là khoảng 2 điểm phần trăm trong thập niên 1920, so với chỉ khoảng nửa phần trăm (50 điểm cơ bản) trong vòng hai mươi năm trước đó. Ngoài ra còn có sự dao động khá lớn theo khu vực đối với lãi suất vay thế chấp mua nhà. [433] Khi mà nền kinh tế rơi xuống vực thì những người cho vay lo lắng đơn giản là từ chối gia hạn. Trong hai năm 1932 và 1933, có khoảng nửa triệu ngôi nhà bị tịch thu để thế nợ. Đến giữa năm 1933, mỗi ngày có khoảng 1.000 vụ nhà thế chấp bị tịch thu để thế nợ. Giá nhà đất sụt mất hơn một phần năm. [434] Ngành xây dựng sụp đổ, cho thấy (cũng như trong tất cả các đợt suy thoái của thế kỷ 20 sau này) mức độ phụ thuộc của toàn bộ kinh tế Mỹ vào đầu tư nhà cửa như một động lực tăng trưởng. [435] Trong khi tác động của cuộc Đại Suy thoái có lẽ là tai hại nhất tại khu vực nông thôn, nơi mà giá đất đai tụt xuống còn chưa đầy một nửa của mức đỉnh năm 1920, tình hình ở các thành phố của nước Mỹ chẳng khá hơn mấy. Những người thuê nhà cũng vật lộn để trả được tiền nhà khi tất cả những gì họ có chỉ là những đồng tiền trợ cấp thất nghiệp. Chẳng hạn như ở Detroit, ngành công nghiệp ô tô chỉ còn sử dụng một nửa số công nhân từng có vào năm 1929, và với mức lương chỉ bằng một nửa. Các tác động của Đại Suy thoái thật khó có thể hình dung nổi vào ngày hôm nay: sự nghèo khổ đến khốn cùng bởi thất nghiệp ở khắp mọi nơi, sự thảm hại của những nơi phát đồ ăn miễn phí, sự tìm kiếm tuyệt vọng nay đây mai đó những công việc không tồn tại. Đến năm 1932, những người bị tước quyền sở hữu đã chịu quá đủ.

Ngày 7/3/1932, năm nghìn công nhân thất nghiệp bị Công ty Ô tô Ford sa thải đã diễu hành qua trung tâm thành phố Detroit đòi cứu tế. Khi đám đông

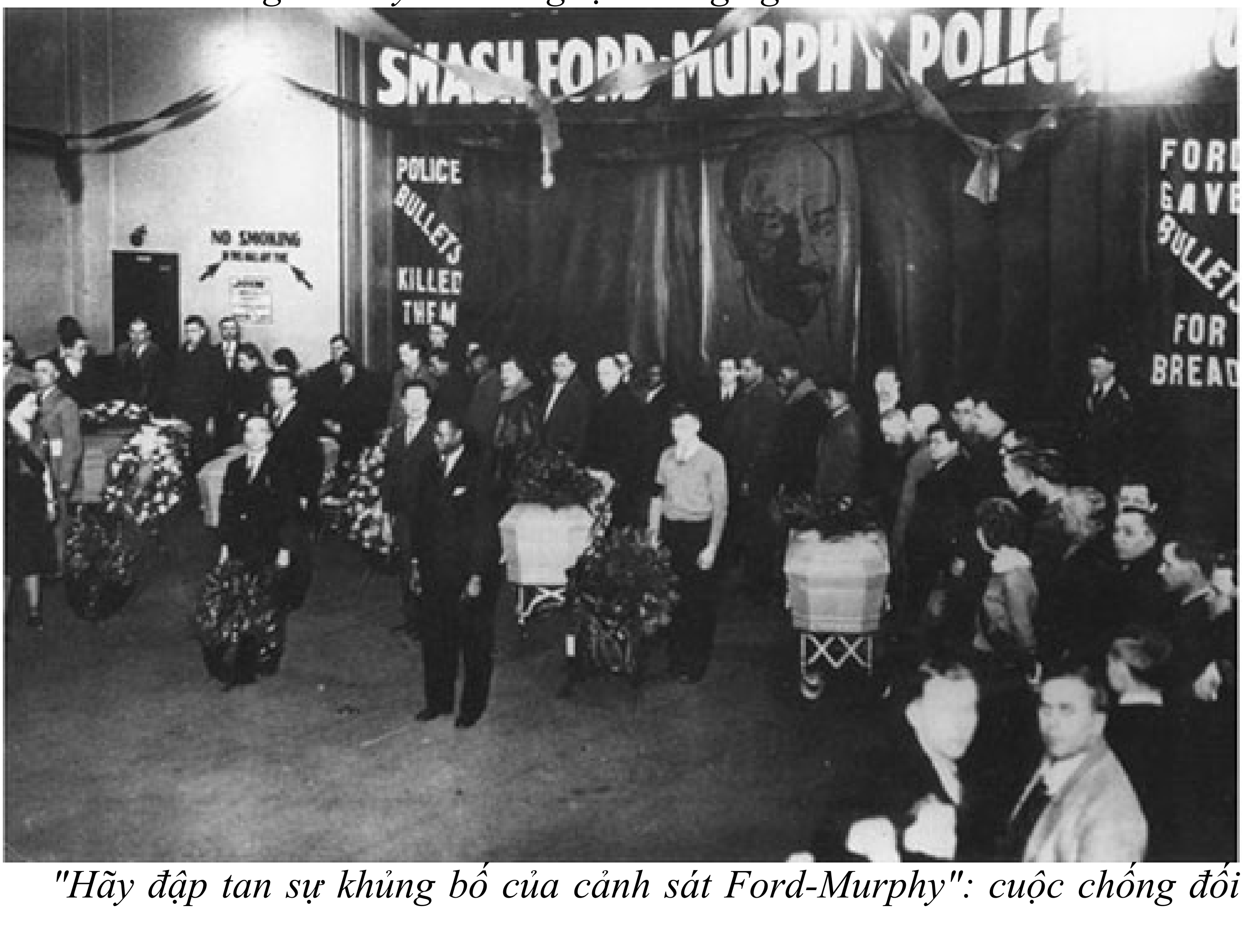
không có vũ trang tiến đến cổng số 4 Nhà máy River Rouge của công ty này ở Dearborn, một cuộc ẩu đả đã nổ ra. Đột nhiên các cánh cổng nhà máy mở toang, các nhóm cảnh sát có vũ trang cùng nhân viên bảo vệ lao ra và bắn vào đám đông. Năm công nhân bị chết. Vài ngày sau đó, 60.000 người đã hát vang bài "Quốc tế ca" tại buổi lễ tang của các công nhân này. Tờ báo của đảng Cộng sản buộc tội Edsel Ford, con trai của người sáng lập ra công ty, Henry Ford, là đã cho phép cuộc thảm sát: "Ông, một nhà bảo trợ nghệ thuật, một trụ cột của Nhà thờ Tân giáo, đã đứng trên cầu tại Nhà máy Rouge để nhìn các công nhân bị giết chết. Ông đã không động một ngón tay để dừng điều đó lại." Liệu có thể làm gì để tháo ngòi nổ cái bắt đầu giống như một tình thế cách mạng?



Cuộc tuần hành vì đói ở Detroit, tháng 3/1932



Cảnh sát dùng hơi cay để chống lại những người tuần hành vì đói



"Hãy đập tan sự khủng bố của cảnh sát Ford-Murphy": cuộc chống đối

tiếp theo sau cái chết của năm người biểu tình

Trong một cử chỉ hòa giải đáng chú ý, Edsel Ford đã tìm đến họa sĩ người Mexico là Diego Rivera, do Viện Nghệ thuật Detroit mời đến, yêu cầu vẽ bức tranh tường trong đó thể hiện nền kinh tế của Detroit là khung cảnh của hợp tác chứ không phải xung đột giai cấp. Địa điểm được lựa chọn cho công trình này là Sân Vườn trang nghiêm của Viện Nghệ thuật, một không gian hấp dẫn Rivera đến mức ông đã đề nghị vẽ không chỉ hai mặt tường như ban đầu được gợi ý, mà cả thảy 27 mặt. Bị ấn tượng mạnh bởi những phác thảo sơ bộ của Rivera, Ford đã đồng ý tài trợ cho tất cả những bức tranh tường này, với chi phí vào khoảng 25.000 đô la. Công việc được bắt đầu vào tháng 5/1932, chỉ hai tháng sau vụ đụng độ tại nhà máy River Rouge, và đến tháng 3/1933 thì Rivera hoàn thành công việc. Như Ford đã biết rất rõ, Rivera là một người cộng sản (mặc dù là người theo chủ nghĩa Trotsky không chính thống và đã bị khai trừ khỏi đảng Cộng sản Mexico). [436] Lý tưởng của ông là về một xã hội không có tư hữu, trong đó các phương tiện sản xuất sẽ được sở hữu chung. Dưới con mắt của Rivera, nhà máy River Rouge của Ford hoàn toàn trái ngược với lý tưởng ấy: một xã hội tư bản, trong đó các công nhân làm việc, còn chủ sở hữu tài sản là người thu lời từ nỗ lực của công nhân thì chỉ đứng và theo dõi. Rivera cũng tìm cách khai thác sự phân hóa chủng tộc, một đặc điểm nổi bật của Detroit, bằng việc nhân cách hóa các nguyên liệu được dùng để làm ra sắt thép. Như ông đã tự giải thích về tính phúng dụ trong tranh:

Chủng tộc da vàng thể hiện chất cát, do họ đông nhất. Còn chủng tộc da đó là chủng tộc đầu tiên ở đất nước này, thì giống như quặng sắt, thứ đầu tiên cần để làm ra sắt thép. Chủng tộc da đen giống như than, vì họ có cảm nhận thẩm mỹ bẩm sinh rất lớn, một ngọn lửa thực sự về cảm xúc và cái đẹp trong nghệ thuật chạm trổ cổ đại, trong nhịp điệu bẩm sinh và âm nhạc của mình. Do vậy cảm nhận thẩm mỹ của họ giống như ngọn lửa, và lao động của họ giúp tạo nên độ cứng như chất carbon trong than đá đã tạo cho sắt thép. Chủng tộc da trắng thì giống như vôi, không chỉ vì vôi màu trắng, mà còn bởi vì vôi là tác nhân tổ chức trong việc làm ra sắt thép. Nó liên kết các nguyên tố khác lại với nhau, và do vậy bạn thấy chủng tộc da trắng là nhà tổ chức vĩ đại của thế giới này.

Khi các bức tranh được ra mắt công chúng năm 1933, giới chức ở thành phố này đã cảm thấy rất kinh hãi. Nói theo lời của Tiến sĩ George H. Derry, hiệu trưởng của Đại học Marygrove:

Ngài Rivera đã phạm tội đánh lừa một cách nhẫn tâm ông chủ tư bản Edsel Ford của mình. Rivera được thuê để thể hiện Detroit; ông đã gian lận gán cho ngài Ford và viện bảo tàng một bản tuyên ngôn Cộng sản. Bức tranh chính đập ngay vào mắt khi bạn bước vào phòng thể hiện chủ đề chính của chủ nghĩa cộng sản, thứ đã làm nên sức sống và chỉ mình nó có thể giải

thích toàn bộ cụm tranh tường. Liệu những người phụ nữ Detroit có cảm thấy được tôn vinh khi họ nhận ra mình được hiện thân bằng một người đàn bà với khuôn mặt thô cứng, gân guốc, phi giới tính, đang nhìn đăm đắm hy vọng và cầu cứu qua bên phải bức tranh đến người chị em châu Á có vẻ ẻo lả và gợi tình quá mức? [437]

Một ủy viên hội đồng thành phố đã lập luận rằng quét vôi xóa đi còn là quá nhân nhượng số tranh tường vì vôi có thể được cạo đi trong tương lai. Ông ta muốn tác phẩm của Rivera, như "một sự chế nhạo đối với tinh thần Detroit", phải bị lột bỏ hoàn toàn. Chuyện tương tự cũng xảy ra đối với tác phẩm được đặt vẽ tiếp theo của Rivera - trang hoàng Trung tâm Rockefeller ở New York cho John D. Rockefeller Con - sau khi nghệ sĩ khăng khăng đòi đưa vào tranh chân dung Lenin và các khẩu hiệu cộng sản như "Đả đảo chiến tranh đế quốc!", "Công nhân đoàn kết lại", và câu gây sốc hơn cả, "Tiền phát không!" Các khẩu hiệu này đã được những người biểu tình mang theo khi họ diễu hành qua chính Phố Wall. Cảm thấy chướng tai gai mắt, Rockefeller đã ra lệnh phá hủy bức tranh tường đó. [438]

Sức mạnh của nghệ thuật là một điều tuyệt diệu. Song rõ ràng cần phải có một cái gì đó mang sức mạnh lớn hơn cả nghệ thuật để đoàn kết lại một xã hội đã bị phân chia thành hai phần bởi cuộc Đại Suy thoái. Nhiều nước khác đã phải nhảy sang các thái cực của chủ nghĩa toàn trị. Song ở Mỹ, câu trả lời là Chính sách Mới (New Deal). Nhiệm kỳ đầu tiên của Franklin D. Roosevelt đã chứng kiến sự gia tăng mạnh mẽ các cơ quan và các sáng kiến mới trong chính phủ liên bang với mục đích là bơm lại lòng tin vào nền kinh tế Mỹ đang kiệt quệ. Giữa ngập tràn những từ viết tắt mà Chính sách Mới đưa ra, có thể dễ dàng bỏ qua một sự thực rằng bộ phận thành công nhất và duy trì lâu bền nhất của Chính sách Mới là chính sách liên quan đến nhà ở. Bằng cách tăng mạnh mẽ cơ hội cho người Mỹ sở hữu được ngôi nhà riêng của họ, chính quyền của Roosevelt đã mở đường cho ý tưởng về một chế độ dân chủ sở hữu nhà ở. Chính sách này đã chứng tỏ rằng nó là một liều thuốc giải tuyệt hảo đối với cuộc cách mạng đỏ.

Ở mức độ cơ bản, Chính sách Mới là một nỗ lực của chính phủ nhằm can thiệp vào những nơi nào mà thị trường thất bại. Một số nhà kiến thiết Chính sách Mới ủng hộ việc tăng lượng nhà ở của nhà nước, mô hình đã được chấp nhận ở hầu hết các quốc gia châu Âu. Quả thực, Cơ quan Công trình Công cộng đã chi gần 15% tổng ngân quỹ của mình cho nhà ở giá rẻ và nỗ lực xóa bỏ nhà ổ chuột. Song điều quan trọng hơn nhiều chính là sợi dây cứu đắm của chính quyền Roosevelt dành cho thị trường vay thế chấp đang chìm nhanh chóng. Một Công ty Cho vay mua nhà mới được lập đã nhảy vào để tái cấp vốn vay thế chấp với kỳ hạn lâu hơn, đến mười lăm năm. Một Hội đồng Ngân hàng Cho vay mua nhà Liên bang được thành lập năm 1932 để

khuyến khích và giám sát các công ty cho vay mua nhà địa phương có tên Tiết kiệm và Cho vay (S&L hay còn gọi là "tổ chức tiết kiệm"), là các hội tương hỗ giống như các hiệp hội nhà ở (budding society) của Anh, là nơi tiếp nhận tiền gửi và cho những người mua nhà vay. Để bảo đảm cho những người gửi tiền, vẫn còn đề phòng sau sự phá sản của các ngân hàng ba năm trước đó, Roosevelt đã đưa ra bảo hiểm tiền gửi liên bang. Ý tưởng ở đây là bỏ tiền cho vay mua nhà thế chấp thậm chí còn an toàn hơn cho chính những ngôi nhà, bởi vì nếu như người vay tiền không trả được nợ thì đơn giản là chính phủ sẽ bồi thường cho người gửi tiết kiệm. [439] Xét về lý thuyết, sẽ không bao giờ có một cuộc đổ xô đến rút tiền ở Tiết kiệm và Cho vay giống như cuộc đổ xô đến rút tiền tại Quỹ Xây dựng & Cho vay Bailey do gia đình sở hữu, mà George Bailey (Jimmy Stewart đóng) đã phải vật lộn để duy trì trong bộ phim kinh điển năm 1946 của Frank Capra *It's a Wonderful Life* (Cuộc sống tuyệt vời). "George, con biết không," cha anh nói với anh, "cha cảm thấy theo một cách nhỏ bé nào đó chúng ta đang làm một điều rất quan trọng. Thỏa mãn một ham muốn cơ bản. Điều ăn sâu trong dòng máu của mỗi người, là muốn có một mái nhà riêng với những bức tường và lò sưởi, và chúng ta đang giúp họ có được những cái đó từ văn phòng nhỏ bé tồi tàn của mình." George hiểu lời gửi gắm ấy, như anh đã giải thích một cách nồng nhiệt cho gã chủ khu nhà ổ chuột đê tiện Potter, sau cái chết của Bailey cha:

[Cha tôi] chưa bao giờ nghĩ về bản thân mình... Song ông đã giúp một số người thoát ra khỏi những căn nhà ổ chuột của ngài, thưa ngài Potter. Điều đó có gì sai trái không? Chẳng phải điều đó làm cho họ trở thành những công dân tốt hơn sao? Chẳng phải điều đó khiến họ trở thành những khách hàng tốt hơn sao?...

Ngài nói... họ cần phải đợi và tiết kiệm tiền trước khi có quyền nghĩ tới một ngôi nhà tươm tất. Hãy đợi. Đợi cái gì vậy? Cho đến khi con cái họ lớn lên và rời bỏ họ? Cho đến khi họ trở nên quá già và ốm yếu đến mức họ... Ngài có biết phải cần bao nhiêu thời gian để một người làm công dành dụm được năm nghìn đô la không? Ngài Potter, chỉ cần ngài nhớ rằng cái đám đông hỗn tạp mà ngài đang nói đến đó... họ thực hiện phần lớn việc lao động và chi trả, sống và chết trong cộng đồng này. Vậy thì, có gì quá đáng khi để họ lao động và chi trả, sống và chết trong một vài căn phòng tươm tất cùng một nhà tắm?



Cuộc sống tuyệt vời của Frank Capra ca ngợi những ưu điểm của tổ chức "tiết kiệm" ở địa phương, tức là Tiết kiệm và Cho vay, trong đó Jimmy Stewart đóng vai người cho vay thế chấp mua nhà đáng mến

Lời khẳng định mạnh mẽ này đối với ưu điểm của quyền sở hữu nhà là một điều mới. Song chính Cơ quan Nhà ở Liên bang (FHA) mới là nơi đã thực sự tạo ra sự khác biệt cho những người mua nhà ở Mỹ. Bằng cách cung cấp bảo hiểm được chính phủ liên bang hỗ trợ cho những người cho vay tiền mua nhà, FHA đã tìm cách khuyến khích các khoản cho vay lớn (tới 80% giá mua), dài hạn (hai mươi năm), được trả dần toàn bộ và với lãi suất thấp. Điều này không chỉ làm sống lại thị trường cho vay mua nhà; nó đã phát kiến lại thị trường này. Bằng cách tiêu chuẩn hóa việc cho vay mua nhà dài hạn và lập ra một hệ thống quốc gia để chính thức thanh tra và định giá, FHA đã đặt nền móng cho một thị trường thứ cấp trên cả nước. Thị trường này đi vào hoạt động năm 1938, khi Hiệp hội Cho vay Thế chấp Quốc gia Liên bang (FNMA) mới ra đời - có tên lóng là Fannie Mae - được quyền phát hành trái phiếu và dùng số tiền thu được mua các khoản vay thế chấp từ các tổ chức Tiết kiệm và Cho vay ở địa phương, vốn theo quy định mới bị giới hạn cả về mặt địa lý (không được cho những người sống ngoài 80 km tính từ văn phòng của họ vay) và về mặt lãi suất mà họ có quyền đưa ra cho những người gửi tiền (gọi là Quy định Q, áp đặt trần lãi suất thấp). Do các

thay đổi này thường giảm mức chi trả trung bình hằng tháng đối với vay thế chấp mua nhà, nên FHA đã biến việc sở hữu nhà trở thành khả thi đối với nhiều người Mỹ hơn bất kỳ lúc nào. Thực tế, không phải quá đáng khi nói rằng nước Mỹ hiện đại, với những khu ngoại ô đầy quyến rũ na ná giống nhau của nó, đã được sinh ra từ đây.

Vì thế, từ thập niên 1930 trở đi, chính phủ Mỹ thực sự đã bảo lãnh thị trường vay thế chấp mua nhà và nhờ đó khuyến khích người cho vay và người đi vay hợp tác với nhau. Điều này đã khiến sở hữu bất động sản - và nợ vay mua nhà - tăng vọt từ sau Thế chiến thứ hai, đẩy tỷ lệ sở hữu nhà ở từ 40% lên 60% vào năm 1960. Duy chỉ có một cái bẫy ở đây. Không phải bất kỳ ai trong xã hội Mỹ cũng được tham dự bữa tiệc sở hữu nhà ở.

Năm 1941, một nhà xây dựng địa ốc đã cho xây bức tường cao một mét tám tại quận 8 Mile của Detroit. Ông buộc phải xây bức tường này để đạt đủ điều kiện nhận các khoản vay ưu đãi từ Cơ quan Nhà ở Liên bang. Các khoản vay đó chỉ được cấp cho việc xây dựng ở một phía bức tường mà phần lớn cư dân là người da trắng. Còn phần bên kia của thành phố, hầu hết là người da đen sinh sống, sẽ không nhận được tiền vay liên bang, bởi vì những người Mỹ da đen được cho là không đáng tin cậy về tín dụng. [440] Đây là một phần của hệ thống đã chia rẽ cả thành phố, về lý thuyết là bằng sự đánh giá độ tin cậy về tín dụng, nhưng trên thực tế là bằng màu da. Nói cách khác, sự phân biệt chủng tộc về địa lý không phải điều ngẫu nhiên, mà do hệ quả trực tiếp từ chính sách của chính phủ. Bản đồ của Hội đồng Cho vay Mua nhà Liên bang đã cho thấy các khu vực mà người da đen chiếm đa số ở Detroit - khu Lower East Side, cộng một vài chỗ gọi là khu lao động ở West Side và 8 Mile - được đánh dấu chữ D và được tô màu đỏ. Các khu vực được đánh dấu chữ A, B hoặc C hầu hết là người da trắng ở. Sự phân biệt này đã giải thích vì sao sau này người ta gọi việc cho toàn bộ một số khu vực nào đó mức độ xếp hạng tín dụng âm là gạch đỏ [441]. [442] Kết quả là khi những người sống ở khu vực D muốn được vay tiền mua nhà, họ sẽ phải chịu lãi suất cao hơn đáng kể so với những người sống ở các khu vực từ A đến C. Trong thập niên 1950, cứ trong số năm người da đen vay tiền mua nhà thì một phải chịu lãi suất từ 8% trở lên, trong khi đó hầu như không có người da trắng nào phải chịu lãi suất trên 7%. [443] Đây chính là khía cạnh tài chính ẩn giấu trong cuộc đấu tranh đòi Quyền Công dân [444].

Detroit là quê hương của các doanh nhân da đen thành đạt như Berry Gordy, người sáng lập ra nhãn hiệu thu âm Motown lần đầu nổi tiếng năm 1960 với đĩa nhạc rất hợp cảnh 'Tiền chính là thứ tôi muốn" (Money, That's What I Want) của Barrett Strong. Các ngôi sao khác của Motown như Aretha Franklin và Marvin Gaye hiện đang sống tại thành phố này. Vậy mà suốt cả thập niên 1960 vẫn tồn tại định kiến cho rằng những khu vực của người da

đen có mức độ rủi ro về tín dụng cao. Nỗi tức giận đối với việc phân biệt đối xử về kinh tế đó chính là nguyên nhân đằng sau cuộc bạo động nổ ra tại Phố 12 của Detroit ngày 23/7/1967. Trong năm ngày xảy ra hỗn loạn sau khi cảnh sát đột kích vào một "con lợn mù" (tức quán rượu lậu không được cấp phép), 43 người đã bị giết chết, 467 người bị thương, trên 7.200 người bị bắt và gần 3.000 tòa nhà bị cướp bóc hoặc đốt phá - một biểu tượng có sức thuyết phục mạnh mẽ về sự phản đối của người da đen đối với nền dân chủ sở hữu nhà ở hiện vẫn còn đối xử với họ như những công dân hạng hai. [445] Thậm chí đến hôm nay, bạn vẫn có thể nhìn thấy những lô đất trống mà cuộc bạo động đã để lại sau lưng. Người ta đã phải sử dụng quân đội thường trực với xe tăng và súng máy để dập tắt cái đã được chính thức thừa nhận là một cuộc nổi dậy.

Cũng như trong thập niên 1930, sự thách thức bằng bạo lực đã dẫn đến phản ứng về chính trị. Tiếp theo Đạo luật Quyền Công dân trong thập niên 1960, các bước đi mới đã được thực hiện để cho người dân tiếp cận nhiều hơn với quyền sở hữu nhà ở. Năm 1968, Fannie Mae được chia làm hai: Hiệp hội Vay mua nhà Quốc gia của Chính phủ (GNMA hay Ginnie Mae) là tổ chức phục vụ những người vay tiền nghèo khổ như các cựu chiến binh, và một Fannie Mae mới được thay đổi chức năng thành một doanh nghiệp do tư nhân sở hữu song được chính phủ tài trợ (GSE), được phép mua các trái phiếu thế chấp thông thường cũng như các món vay mua nhà thế chấp do chính phủ bảo lãnh. Hai năm sau đó, để tạo ra cạnh tranh trên thị trường thứ cấp, Tập đoàn Cho vay Mua nhà Liên bang (FHLMC hay Freddie Mac) được thành lập. Một lần nữa, hiệu quả là đã mở rộng thị trường thứ cấp cho vay mua nhà, và ít nhất về lý thuyết đã hạ thấp mức lãi suất cho vay mua nhà. Đương nhiên, gạch đỏ trên cơ sở phân biệt chủng tộc không biến mất sau một đêm; song nó đã trở thành một tội ở cấp liên bang. [446] Thực vậy, với Đạo luật Tái đầu tư Cộng đồng năm 1977, các ngân hàng của Mỹ đã chịu sức ép pháp luật phải cho các cộng đồng thiểu số nghèo hơn được vay tiền. Với việc thị trường nhà ở Mỹ lúc này được bảo hiểm bởi những thứ mang tên giống như phiên bản tài chính của các Ông Bố và Bà Mẹ - Fannie, Ginnie và Freddie - luồng gió chính trị đã được thiết lập lại cho phù hợp với nền dân chủ sở hữu nhà. Những người đang vận hành các tổ chức Tiết kiệm và Cho vay giờ đây có thể hoạt động theo quy tắc 3-6-3 rất dễ chịu: chi 3% cho các khoản tiền gửi, cho vay tiền với lãi suất 6% và có mặt ở sân chơi golf vào lúc 3 giờ chiều mỗi ngày.

Phía bờ bên kia Đại Tây Dương, tỷ lệ sở hữu nhà ở mãi không bắt kịp quyền lợi chính trị của người dân. Ở Anh sau chiến tranh, các chính trị gia của cả đảng Bảo thủ và đảng Lao động thường vẫn cho rằng nhà nước cần phải cung cấp hoặc ít nhất là trợ cấp về nhà ở cho các tầng lớp lao động. Quả

thực, Harold Macmillan còn tìm cách vượt qua đảng Lao động, với mục tiêu xây mới 300.000 (sau đó là 400.000) ngôi nhà một năm. Từ năm 1959 đến 1964, khoảng một phần ba số nhà mới ở Anh là do các hội đồng địa phương xây dựng, rồi tăng lên một phần hai trong sáu năm cầm quyền sau đó của đảng Lao động. Những khối nhà cao tầng xấu xí và vận hành tồi về mặt xã hội, và những khu nhà ở mà ngày nay đang làm hỏng bộ mặt của hầu hết các thành phố nước Anh, là tội của cả hai đảng. Khác biệt thực sự duy nhất giữa phe hữu và phe tả là phía Bảo thủ sẵn sàng bỏ điều tiết thị trường cho thuê tư nhân nhằm khuyến khích các chủ nhà đất tư nhân, còn đảng Lao động quyết tâm cũng mạnh mẽ không kém về hướng ngược lại hòng áp đặt lại việc kiểm soát giá thuê nhà và loại bỏ "chủ nghĩa Rachman" (hành vi bóc lột của các chủ nhà đất) theo kiểu Peter Rachman, người đã dùng cách đe dọa để đuổi người đang ở những căn nhà khống chế tiền thuê và thay thế họ bằng những người nhập cư từ Tây Ấn phải trả tiền thuê theo giá thị trường. [447] Cho đến tận năm 1971, chỉ có chưa đến một nửa số nhà của Anh là do những người sở hữu chúng cư ngụ.

Ở nước Mỹ, nơi mà nhà ở công chưa bao giờ có vai trò quan trọng, các khoản trả lãi vay mua nhà luôn được giảm mức chịu thuế kể từ khi bắt đầu có hệ thống thuế thu nhập liên bang năm 1913. [448] Như Ronald Reagan đã nói khi có người chất vấn về nguyên do của việc miễn thuế này, việc khấu trừ thuế lợi tức là "một phần của giấc mơ Mỹ". [449] Điều này đóng một vai trò khiêm tốn hơn nhiều ở Anh cho đến năm 1983, khi một chính phủ cấp tiến hơn của đảng Bảo thủ do Margaret Thatcher đứng đầu đưa ra quy định Khấu trừ Lãi vay mua nhà tại gốc (Mortgage Interest Relief At Source - MIRAS) đối với 30.000 bảng đầu tiên của một khoản cho vay mua nhà có đủ điều kiện. Khi Bộ trưởng Tài chính của bà là Nigel Lawson tìm cách giới hạn sự miễn giảm này (sao cho những người vay nhiều lần không thể lợi dụng được điều đó đối với cùng một bất động sản), ông ta đã sớm phải "đụng đầu với bức tường gạch xây bởi sự tận tâm hết mình của Margaret [Thatcher] trong việc bảo toàn từng mẩu cuối cùng của sự khấu trừ lãi vay mua nhà". [450] MIRAS cũng không phải là cách duy nhất mà Thatcher theo đuổi nhằm khuyến khích quyền sở hữu nhà. Bằng cách bán đi nhà ở của các hội đồng địa phương với mức giá rẻ cho một triệu rưỡi gia đình thuộc tầng lớp lao động có nhu cầu, bà đã đảm bảo rằng ngày càng có nhiều đàn ông và phụ nữ Anh có ngôi nhà của riêng mình. Kết quả là sự tăng vọt tỷ lệ những người sở hữu nhà họ cư ngụ từ 54% năm 1981 lên 67% mười năm sau đó. Tổng số bất động sản do chính người sở hữu cư ngụ đã tăng vọt từ trên 11 triệu năm 1980 lên trên 17 triệu ngày nay. [451]

Cho đến tận thập niên 1980, các ưu đãi của chính phủ đối với việc vay và mua nhà có vẻ rất thuyết phục với các hộ gia đình bình thường. Thực vậy, xu

hướng lạm phát tăng cao hơn lãi suất tiết kiệm vào cuối thập niên 1960 và 1970 đã mang lại cho những người đi vay một bữa ăn trưa không mất tiền, do giá trị thực của các khoản nợ của họ và tiền trả lãi vay giảm xuống. Trong khi những người mua nhà ở Mỹ vào giữa thập niên 1970 dự báo rằng tỷ lệ lạm phát sẽ không dưới 12% vào năm 1980, những người cho vay tiền mua nhà lại đề nghị cho vay 30 năm với lãi suất cố định 9% hoặc thấp hơn. [452] Đã có lúc, những người cho vay thực chất là trả tiền cho người khác để họ vay tiền của mình. Trong khi đó, giá bất động sản tăng gần ba lần trong thời gian từ năm 1963 đến 1979, trong khi giá tiêu dùng chỉ tăng khoảng 2,5 lần. Song cuối bát cơm ngon lại có sạn. Chính các chính phủ từng thề thốt tin tưởng vào "nền dân chủ sở hữu nhà ở" hóa ra cũng tin vào sự ổn định giá cả, hay ít nhất là vào mức lạm phát thấp hơn. Để đạt được điều đó thì lãi suất phải cao hơn. Hậu quả không mong muốn là một trong những cú bùng-vỡ bong bóng ngoạn mục nhất trong lịch sử thị trường bất động sản.

Từ Tiết kiệm và Cho vay đến dưới chuẩn

Hãy lái xe dọc theo con đường Liên tiểu bang số 30 từ Dallas, Texas, và bạn không thể không nhận thấy những ngôi nhà và chung cư đang xây dở dang hết dặm này sang dặm khác. Sự tồn tại của chúng là một trong những dấu vết cuối cùng còn nhìn thấy được từ một trong những vụ bê bối tài chính lớn nhất trong lịch sử nước Mỹ, một vụ lừa đảo đã làm cho toàn bộ ý niệm coi bất động sản là một kênh đầu tư an toàn trở thành lố bịch. Tiếp sau đây là một câu chuyện không phải về bất động sản (real estate) mà là về "siêu thực sản" (surreal estate).

Các hiệp hội Tiết kiệm và Cho vay - phiên bản Mỹ của các hội nhà ở Anh - là nền tảng cho nền dân chủ sở hữu nhà ở của nước Mỹ. Là sở hữu chung của những người gửi tiền, các tổ chức này đồng thời vừa được bảo vệ lại vừa bị hạn chế bởi một khung điều lệ của chính phủ. [453] Các khoản tiền gửi 40.000 đô la trở xuống được chính phủ bảo hiểm với phí chỉ bằng một phần mười hai của 1% tổng số tiền gửi. Song mặt khác, họ chỉ có thể nhận cho vay những người mua nhà sống trong bán kính 80 km tính từ trụ sở chính của họ. Và từ năm 1966, theo Quy định Q, có một trần lãi suất 5,5% được áp đặt lên lãi suất tiền gửi của họ, cao hơn 0,25% so với mức các ngân hàng được phép trả. Vào cuối thập niên 1970, khu vực lặng lẽ này đã bị tàn phá bởi lạm phát hai chữ số - đạt tới 13,3% vào năm 1979 - và sau đó là bởi lãi suất tiết kiệm tăng mạnh sau khi chủ tịch Cục Dự trữ Liên bang vừa được bổ nhiệm là Paul Volcker tìm cách phá vỡ vòng xoáy lương-giá bằng cách giảm tốc độ tăng cung tiền. Cú đấm đúp này tai hại chết người. Các hiệp hội S&L vừa bị mất tiền khi các khoản cho vay mua nhà dài hạn với lãi suất cố định

không địch nổi lạm phát cao, vừa bị chảy máu tiền gửi sang các quỹ có lãi suất cao hơn của thị trường tiền tệ. Phản ứng ở Washington từ cả hai chính quyền của Carter và Reagan là thử tìm cách cứu toàn bộ khu vực này bằng cách giảm thuế và bỏ điều tiết, [454] với niềm tin rằng các tác nhân thị trường có thể giải quyết được vấn đề. [455] Khi đạo luật mới được thông qua, Tổng thống Reagan đã tuyên bố: "Nhìn chung, tôi cho rằng chúng ta đã đào trúng mỏ vàng." [456] Một số người quả thật đã trúng đậm.

Một mặt, các hiệp hội S&L lúc này có thể đầu tư vào bất cứ cái gì họ muốn chứ không chỉ là các khoản cho vay mua nhà dài hạn. Tài sản thương mại, chứng khoán, trái phiếu cấp thấp: mọi thứ đều được phép. Họ thậm chí còn có thể phát hành thẻ tín dụng. Mặt khác, giờ đây họ có thể trả bất kỳ mức lãi suất nào mà họ muốn cho người gửi tiền. Tuy vậy tất cả các khoản tiền gửi vẫn được bảo hiểm, với số tiền tối đa được bảo hiểm được nâng từ 40.000 đô la lên 100.000 đô la. Và nếu như những khoản tiền gửi thông thường không đủ, các hiệp hội S&L có thể tăng thêm tiền dưới hình thức tiền gửi được môi giới từ các trung gian, là những người đóng gói và bán "lô" các chứng chỉ tiền gửi loại 100.000 đô la. [457] Bỗng nhiên, những người đang điều hành các hiệp hội S&L không có gì để mất nữa - một trường hợp rất rõ ràng thuộc về cái mà các nhà kinh tế học gọi là mối nguy đạo đức (moral hazard). [458] Điều xảy ra tiếp sau đó đã minh họa một cách tuyệt hảo cho lời giáo huấn tài chính vĩ đại, lần đầu tiên được William Crawford, Cố vấn của Sở Tiết kiệm và Cho vay California nêu ra: "Cách tốt nhất để cướp một ngân hàng là hãy sở hữu nó." [459] Một số tổ chức S&L đã đánh cược tiền của người gửi vào các dự án cực kỳ đáng ngờ. Một số khác thì thẳng thừng ăn trộm tiền, cứ như thể sự phi điều tiết hóa có nghĩa là luật pháp không còn được áp dụng đối với họ nữa. Không có nơi nào thủ đoạn đó lại lan tràn nhiều như ở Texas.

Khi không thúc ngựa tại các trang trại kiểu Southfork của mình, các tay cao bồi bất động sản Dallas thích thực hiện các vụ làm ăn của họ tại Wise Circle Grill. [460] Những người thường xuyên đến ăn bữa gộp sáng trưa ngày Chủ nhật tại đây có Don Dixon, chủ một hội S&L ở Vemon mà những người điều tiết đặt cho tên lóng là "Sâu mọt" (Vermin) [461]; có Ed McBimey từ Sunbelt (tên lóng là Gunbelt - "Thắt lưng đeo súng") và Tyrell Barker, chủ sở hữu và tổng giám đốc điều hành S&L của bang, người ưa nói với các nhà xây dựng bất động sản: "Các anh mang đất cát đến, còn tôi mang tiền đến." [462] Có một nhân vật mang cả đất cát lẫn tiền đến là Mario Renda, một nhà môi giới New York làm việc cho Nghiệp đoàn Tài xế Xe tải, người bị đồn đã dùng các tổ chức S&L để rửa tiền cho các quỹ của mafia. Khi cần thêm tiền, ông ta thậm chí đã quảng cáo trên tờ *New York Times*:

TIỀN CHO THUÊ: LOẠI BỎ MỌI CHƯỚNG NGẠI KHI VAY - HÃY ĐỂ CHÚNG TÔI GỬI TIỀN TẠI NGÂN HÀNG ĐỊA PHƯƠNG CỦA BẠN!

PHƯƠNG PHÁP CỬA XOAY MỚI ĐỂ TẠO NGUỒN TÀI CHÍNH [463]. [464]

Nếu như bạn muốn xây dựng một đế chế bất động sản, tại sao lại không nói thẳng ra như vậy? Đối với một nhóm các nhà đầu tư xây dựng ở Dallas, chính S&L Đế chế đã mang đến một cơ hội tuyệt diệu để trở nên giàu có từ hai bàn tay trắng - hay đúng hơn là từ miền đất bằng phẳng của bang Texas. Câu chuyện siêu thực bắt đầu khi chủ tịch Đế chế là Spencer H. Blain Con nhập hội với James Toler, thị trưởng Garland, và với một gã màu mè chưa học hết trung học chuyển nghề đầu tư xây dựng bất động sản tên là Danny Faulkner, một người có chuyên môn là cực kỳ hào phóng với tiền của người khác. Tiền ở đây đến dưới dạng tiền gửi qua môi giới được Đế chế trả cho mức lãi suất cao đầy cám dỗ. Mũi Faulkner nằm ở gần một hồ nhân tạo buồn tẻ được biết đến với tên Hồ Ray Hubbard, cách Dallas 30 km về phía đông, là tiền đồn đầu tiên của một đế chế bất động sản mà sau này sẽ bao gồm cả Lãnh địa Faulkner, Suối Faulkner, Rừng sồi Faulkner - thậm chí cả Đài phun nước Faulkner. Thủ thuật ưa thích của Faulkner là "lướt ván", theo đó ông ta sẽ mua một miếng đất để trồng lạc, rồi sau đó đem bán tiếp với cái giá bị đẩy lên rất cao cho các nhà đầu tư vay tiền từ Đế chế. Một miếng đất được Faulkner mua với giá 3 triệu đô la và chỉ sau đó ít ngày bán lại với giá 47 triệu đô la. Danny Faulkner tuyên bố là mình mù chữ. Ông ta chắc chắn không bị mù số.

Đến năm 1984, việc xây dựng ở khu vực Dallas đã vượt ra ngoài sự kiểm soát. Có những tòa chung cư đang xây nối nhau hàng dặm dọc theo đường Liên tiểu bang số 30. Đường chân trời của thành phố đã biến đổi vì cái mà người sống ở khu vực này gọi là những tòa văn phòng "trong suốt" - trong suốt là bởi vì chúng hầu như trống rỗng. Việc xây dựng vẫn tiếp tục không ngừng, được chi trả bằng các khoản tiền gửi được liên bang bảo hiểm - thực chất là đi thẳng vào túi các nhà đầu tư xây dựng. Ít nhất trên giấy tờ thì tài sản của Đế chế đã tăng từ 12 triệu đô la lên 257 triệu đô la chỉ trong vòng hai năm. Đến tháng 1/1984, tài sản này đã ở con số 309 triệu đô la. Nhiều nhà đầu tư thậm chí không bao giờ có cơ hội được nhìn thấy các bất động sản của họ ở gần; Faulkner chở họ trên trực thăng bay qua các bất động sản mà không hạ cánh. Người nào cũng làm ra tiền: Faulkner với cỗ máy bay Learjet 4 triệu đô la, Toler với ô tô Rolls-Royce màu trắng, Blain với đồng hồ Rolex 4.000 đô la - đó là chưa nói đến những người định giá bất động sản, nhà đầu tư là ngôi sao thể thao và các nhà điều tiết ở địa phương. Có những vòng tay bằng vàng cho đàn ông và áo lông thú cho các bà vợ. [465] Một trong những

người can dự thừa nhận, "Nó giống như một cái máy làm tiền, và toàn bộ cỗ máy đó được điều chỉnh theo cái mà Danny cần. Nếu Danny cần một chiếc máy bay mới, chúng tôi thực hiện một phi vụ đất đai. Nếu Danny muốn mua một nông trại mới, chúng tôi lại thực hiện một vụ nữa. Danny điều hành toàn bộ cỗ máy đó cho chính Danny, trực tiếp đến chi tiết cuối cùng." [466] Ranh giới giữa ăn dè (thrift) và ăn cắp (theft) vẫn được xem là rất rộng. Faulkner và công ty đã giảm nó xuống bằng một sợi tóc.



Bậc thầy "lướt ván" bất động sản: Danny Faulkner với chiếc trực thăng

Vấn đề là ở chỗ lượng cầu đối với các tòa chung cư trên đường Liên tiểu bang 30 có lẽ sẽ chẳng bao giờ theo kịp được với nguồn cung khổng lồ mà Faulkner, Blain và nhóm lợi ích của họ tạo ra. Đến đầu thập niên 1980, các đại lý bất động sản đã nói đùa rằng sự khác nhau giữa bệnh truyền qua đường sinh dục và chung cư là bạn có thể tống khứ được món bệnh. Hơn thế nữa, sự bất tương xứng giữa tài sản có và tài sản nợ của hầu hết các S&L giờ đây đã trở thành thảm họa, với việc ngày càng có nhiều khoản cho vay dài hạn được phê chuẩn (cho những người tay trong) bằng cách sử dụng tiền vay ngắn hạn (từ những người bên ngoài). Khi các nhà điều tiết tìm cách hành động một cách muộn màng năm 1984, tình trạng đó không còn có thể bỏ qua được nữa. Ngày 14/3, Edwin J. Gray, lúc đó là chủ tịch Hội đồng Ngân hàng

Cho vay Mua nhà Liên bang, đã ra lệnh đóng cửa Đế chế. Tổn phí đối với Tập đoàn Bảo hiểm Tiết kiệm và Cho vay, nơi bảo hiểm cho các khoản tiền gửi S&L, là 300 triệu đô la. Song đó mới chỉ là bắt đầu. Khi các công ty khác được thanh tra, các nhà lập pháp đã do dự, đặc biệt là những người đã nhận được các khoản đóng góp vận động tranh cử hậu hĩnh từ các tổ chức S&L. [467] Song họ càng chờ lâu thì càng có nhiều tiền bị đốt. Đến năm 1986 thì rõ ràng bản thân Tập đoàn Bảo hiểm Tiết kiệm và Cho vay Liên bang cũng không đủ khả năng trả nợ.

Năm 1991, sau hai phiên tòa (trong đó phiên tòa đầu đã kết thúc vô hiệu), Faulkner, Blain và Toler đã bị kết tội là gian lận và ăn trộm 165 triệu đô la từ Đế chế và các tổ chức S&L khác thông qua các vụ lừa đảo đất đai. Mỗi người trong số họ bị kết án 20 năm tù giam và bị buộc phải bồi thường hàng triệu đô la. Một nhân viên điều tra đã gọi Đế chế là "một trong những mánh khóe đầu tư đất đai liều lĩnh và gian lận nhất" mà ông từng được thấy. [468] Về tổng thể, cũng có thể nói như vậy về cuộc khủng hoảng Tiết kiệm và Cho vay; Edwin Gray gọi đó là "kỷ nguyên liều lĩnh và gian lận rộng lớn nhất trong lịch sử ngành ngân hàng của quốc gia này". Tổng cộng, gần 500 tổ chức S&L đã sụp đổ hoặc bị buộc phải đóng cửa; khoảng bằng ấy các tổ chức bị giải thể để sáp nhập dưới sự giám sát của Tập đoàn ủy thác Chuyển đổi do Quốc hội lập ra nhằm dọn dẹp mớ hỗn độn. Theo một ước tính chính thức, gần một nửa các tổ chức vỡ nợ đã gặp phải "hành động lừa đảo và có thể cấu thành tội phạm bởi những người nội bộ". Đến tháng 5/1991, 764 người đã bị cáo buộc các tội khác nhau, trong đó 550 người bị tuyên án và 326 người bị kết án tù giam. Các khoản phạt tổng cộng 8 triệu đô la đã được đưa ra. [469] Tổng phí tổn của cuộc khủng hoảng Tiết kiệm và Cho vay trong thời gian từ năm 1986 đến 1995 là 153 tỷ đô la (khoảng 3% GDP), trong đó những người đóng thuế phải trả 124 tỷ đô la, biến nó thành cuộc khủng hoảng tài chính tốn kém nhất kể từ cuộc Đại Suy thoái. [470] Phế tích khảo cổ của vụ sụp đổ này rải rác khắp bang Texas: các khu địa ốc vô chủ, được xây dựng với giá rẻ không ngờ bằng tiền ăn cắp, sau đó đã bị san ủi và thiêu rụi. Hai mươi bốn năm sau đó, phần lớn khu vực hành lang đường Liên tiểu bang 30 vẫn còn là vùng đất hoang của bang Texas.

Đối với những người đóng thuế Mỹ, sự sụp đổ của Tiết kiệm và Cho vay là một bài học cực kỳ đắt giá cho thấy việc bỏ điều tiết một cách thiếu cân nhắc là rất nguy hiểm. Song ngay giữa lúc các S&L đang chết trương phình lên, chúng cũng cho một nhóm người Mỹ rất khác con đường tắt để kiếm được hàng triệu đô la. Đối với một đám người kinh doanh trái phiếu ở Salomon Brothers, một ngân hàng đầu tư ở New York, sự tan vỡ của hệ thống vay thế chấp mua nhà trong Chính sách Mới không phải là cuộc khủng hoảng mà là một cơ hội tuyệt diệu. Khát khao lợi nhuận và với một ngôn ngữ

tục tĩu, nhóm tự xưng là "Chim to rập rình" tại Ngân hàng Salomon đã nhìn thấy cách khai thác lãi suất biến động dữ dội vào đầu thập niên 1980. Chính trưởng phòng kinh doanh mua nhà thế chấp của Salomon là Lewis Ranieri đã đứng lên khi các tổ chức Tiết kiệm và Cho vay tuyệt vọng bắt đầu bán các hợp đồng cho vay mua nhà thế chấp của mình trong một nỗ lực vô ích nhằm duy trì tính thanh khoản. Chẳng cần phải nói, "Lou" đã mua hết các hợp đồng đó với cái giá mạt nhất. Với bộ ngực vạm vỡ, áo sơ mi rẻ tiền và những câu cợt nhả kiểu Brooklyn, Ranieri (người khởi đầu làm việc cho Salomon tại bộ phận thư tín) là hiện thân của Phố Wall mới, là sự đối nghịch với các chủ ngân hàng đầu tư nhẵn nhụi bảnh bao trong bộ com lê và dây đeo quần của Brooks Brothers. Ý tưởng của anh ta là tái chế các hợp đồng thế chấp mua nhà bằng cách gom hàng nghìn hợp đồng đó lại làm bảo đảm cho các chứng khoán mới đầy hấp dẫn có thể được bán ra cạnh tranh với các trái phiếu truyền thống của chính phủ và doanh nghiệp - nói tóm lại là chuyển các hợp đồng vay thế chấp mua nhà thánh trái phiếu. Một khi được gộp lại với nhau, các khoản trả lãi đến kỳ hạn của các hợp đồng vay mua nhà đó có thể được chia nhỏ thành các "mảnh nhỏ" (strip) với kỳ hạn khác nhau và mức rủi ro tín dụng khác nhau. Đợt phát hành đầu tiên của loại chứng khoán được bảo đảm bằng thế chấp mua nhà mới này (gọi là cam kết nợ mua nhà có thế chấp - collateralized mortgage obligation, CMO) diễn ra vào tháng 6 năm 1983. [471] Đó là bình minh của một kỷ nguyên mới trong nền tài chính của nước Mỹ.

Quá trình đó được gọi là chứng khoán hóa và là một phát kiến đã làm biến đổi căn bản Phố Wall, thổi bay bụi bặm khỏi thị trường trái phiếu trước đó đang ngái ngủ và mở ra một kỷ nguyên mới, trong đó các giao dịch ẩn danh sẽ có tầm quan trọng lớn hơn các mối quan hệ cá nhân. Tuy nhiên, lại thêm một lần nữa chính phủ liên bang phải đứng ra sẵn sàng thanh toán hóa đơn nếu gặp phải khủng hoảng. Bởi vì phần lớn các hợp đồng vay thế chấp mua nhà vẫn tiếp tục hưởng sự bảo lãnh tuyệt đối từ bộ ba công ty được chính phủ bảo hộ là Fannie, Freddie hoặc Ginnie, điều đó có nghĩa là các trái phiếu đảm bảo bằng các hợp đồng vay thế chấp đó về thực chất có thể được xem như là các trái phiếu chính phủ, và do vậy được xếp hạng "đầu tư". Trong thời gian từ năm 1980 đến 2007, khối lượng các chứng khoán dựa trên hợp đồng vay thế chấp mua nhà của các công ty được chính phủ bảo hộ đã tăng từ 200 triệu đô la lên đến 4.000 tỷ đô la. Với sự xuất hiện của các công ty bảo hiểm trái phiếu tư nhân, các hãng như Salomon còn có thể đề nghị chứng khoán hóa các khoản cho vay không theo quy định (nonconforming loan) không đủ tư cách nhận được bảo lãnh từ các công ty do chính phủ bảo hộ. Đến năm 2007, lượng vốn góp chung của tư nhân đã đủ để chứng khoán hóa 2.000 tỷ đô la nợ thế chấp mua nhà. [472] Năm 1980, mới chỉ có 10% thị

trường vay thế chấp mua nhà được chứng khoán hóa; đến năm 2007, con số đó tăng lên đến 56%. [473]

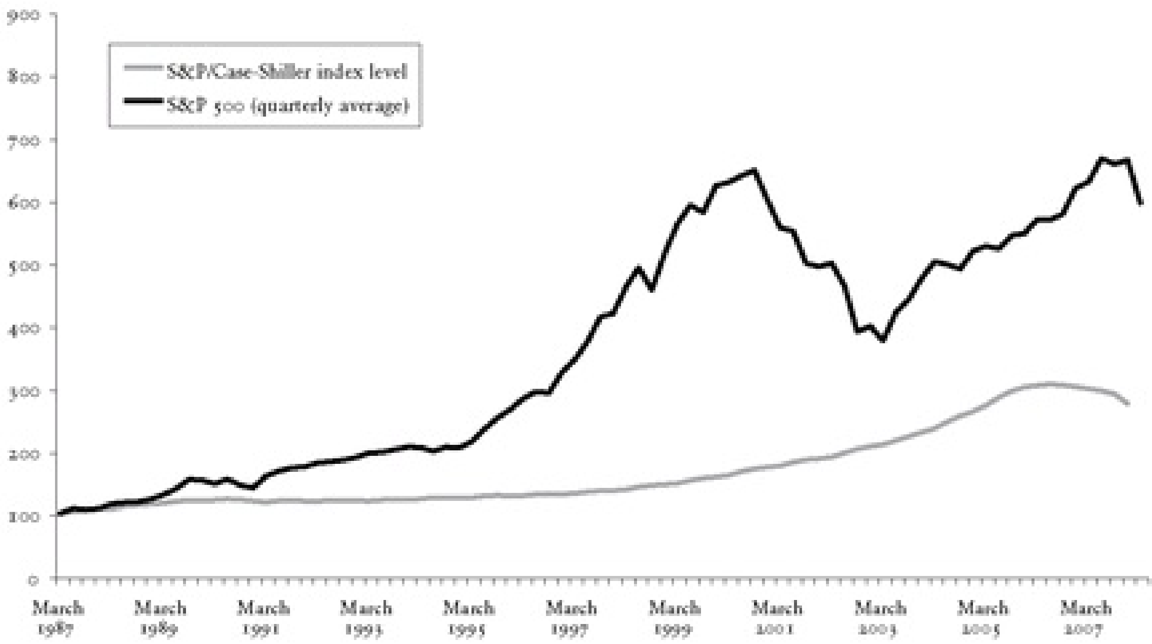
Không chỉ những điều phù phiếm của con người rốt cuộc đi vào đống lửa mang tên Phố Wall thập niên 1980. Đó còn là những vết tích cuối cùng của một mô hình kinh doanh được miêu tả trong bộ phim *Cuộc sống tuyệt vời*. Đã có thời tồn tại các mối quan hệ xã hội đầy ý nghĩa giữa người cho vay thế chấp mua nhà và người đi vay. Jimmy Stewart biết cả người gửi tiền lẫn người vay nợ. Ngược lại, trên một thị trường được chứng khoán hóa - cũng giống như trong vũ trụ - không ai có thể nghe được tiếng kêu của bạn, khoản lãi mà bạn trả cho số tiền vay mua nhà cuối cùng sẽ về tay một ai đó không hề biết về sự tồn tại của bạn. Toàn bộ hệ quả của sự chuyển tiếp này đối với những người sở hữu nhà bình thường chỉ trở nên rõ ràng 20 năm sau đó.

Trong các nước nói tiếng Anh, chúng ta thường có khuynh hướng giả định rằng bất động sản là sự đánh cược một chiều. Cách trở thành giàu có là chơi trên thị trường bất động sản. Thực vậy, bạn chỉ là một gã ngốc nếu đi đầu tư vào bất kỳ cái gì khác. Điều vẫn được coi là chân lý này đáng lưu ý ở chỗ hiện thực biến nó thành điều giả dối thường xuyên đến mức nào. Giả sử bạn đưa 100.000 đô la vào thị trường bất động sản Mỹ vào quý 1/1987. Theo hoặc chỉ số Giám sát Kinh doanh Nhà ở Liên bang hoặc chỉ số giá nhà quốc gia Case-Shiller, bạn sẽ có gần gấp ba lần số tiền của mình vào quý 1/2007, lên khoảng từ 275.000 đô la đến 299.000 đô la. Song nếu như bạn đưa cùng số tiền đó vào S&P 500 (chỉ số chuẩn của thị trường chứng khoán Mỹ) và tiếp tục tái đầu tư thu nhập cổ tức vào đây, rốt cuộc bạn sẽ có được 772.000 đô la để chơi tiếp, nhiều hơn gấp đôi số tiền mà bạn có thể kiếm được từ gạch ngói và vôi vữa. Ở nước Anh, sự chênh lệch cũng tương tự. Nếu như bạn đưa 100.000 bảng Anh vào bất động sản năm 1987, thì theo chỉ số giá nhà ở toàn quốc, bạn có thể sẽ có gấp bốn lần số tiền đó sau hai mươi năm. Song nếu như bạn đưa số tiền đó vào chỉ số FTSE All Share, bạn sẽ giàu hơn gấp gần bảy lần. Tất nhiên, ở đây còn có một sự khác biệt quan trọng giữa chỉ số thị trường nhà đất và chỉ số thị trường chứng khoán: bạn không thể sống bên trong một chỉ số thị trường chứng khoán. (Mặt khác, thuế bất động sản ở địa phương thường đánh vào nhà ở chứ không đánh vào các tài sản tài chính.) Để có một sự so sánh công bằng, phải tính cả số tiền thuê nhà mà bạn tiết kiệm được do bạn đã sở hữu nhà (hoặc là số tiền cho thuê nhà bạn thu được nếu như bạn sở hữu hai bất động sản và bạn cho thuê một cái). Cách đơn giản để tiếp tục là gạt qua một bên cả cổ tức và tiền thuê nhà. Trong trường hợp đó, sự chênh lệch sẽ giảm đi đôi chút. Trong vòng hai thập niên kể từ năm 1987, chỉ số S&P 500, không tính cổ tức, chỉ tăng gấp hơn năm lần, song vẫn dễ dàng vượt qua chỉ số nhà ở. Sự chênh lệch cũng được thu hẹp lại, song cả lần này cũng không bị loại bỏ, nếu như bạn tính thêm thu nhập từ thuê nhà vào danh mục bất động sản và đưa cổ tức vào danh mục

chứng khoán, bởi vì tỷ lệ lợi nhuận trung bình của việc cho thuê nhà trong giai đoạn đó đã giảm từ khoảng 5% xuống còn có 3,5% vào đỉnh cao của bong bóng bất động sản (nói cách khác, một bất động sản 100.000 đô la tiêu biểu sẽ mang lại một khoản tiền thuê nhà trung bình hằng tháng chưa đến 416 đô la). [474] Trong trường hợp ở Anh thì ngược lại, sự vốn hóa thị trường chứng khoán tăng với tốc độ chậm hơn so với ở Mỹ, trong khi đó cổ tức lại là nguồn thu nhập quan trọng hơn cho các nhà đầu tư. Đồng thời, các hạn chế đối với nguồn cung nhà ở mới (chẳng hạn như các đạo luật để bảo vệ những khu vực "vành đai xanh") đã đẩy giá thuê nhà lên. Do vậy, bỏ qua cổ tức và tiền thuê nhà là loại đi mất ưu thế của chứng khoán so với bất động sản. Xét đơn thuần sự tăng vốn trong thời gian từ năm 1987 đến 2007, gạch ngói và vôi vữa (tăng với bội số 4,5) đã vượt cổ phiếu (chỉ tăng với bội số 3,3). Chỉ có nếu như bạn đưa câu chuyện quay về năm 1979 thì chứng khoán Anh mới vượt qua được gạch ngói Anh. [475]

Tuy nhiên, có ba điều khác bạn cần cân nhắc khi thử tìm cách so sánh nhà cửa với các hình thức tài sản vốn khác. Thứ nhất là khấu hao. Chứng khoán không bị hao mòn và không đòi hỏi mái nhà mới; nhà cửa thì cũ mòn đi và cần sửa chữa. Thứ hai là tính thanh khoản. Với tư cách là tài sản, nhà cửa gây tốn kém hơn nhiều so với chứng khoán khi muốn chuyển thành tiền mặt. Thứ ba là tính dễ biến động. Thị trường nhà kể từ sau Thế chiến thứ hai ít biến động hơn rất nhiều so với thị trường chứng khoán (một phần không nhỏ là bởi các chi phí giao dịch liên quan đến thị trường bất động sản). Song điều đó không có nghĩa là giá nhà đất chưa bao giờ chệch ra khỏi hướng đi lên đều đặn. Chẳng hạn ở Anh trong thời gian từ năm 1989 đến 1995, giá nhà trung bình đã sụt 18%, còn nếu xét theo mức giá thực tế đã điều chỉnh theo lạm phát thì tới trên một phần ba (37%). Ở London, mức giảm thực tế gần 47%. [476] Ở Nhật Bản trong khoảng thời gian từ năm 1990 đến 2000, giá bất động sản đã sụt mất hơn 60%. Và tất nhiên, trong lúc tôi đang viết cuốn sách này, giá bất động sản ở Mỹ - lần đầu tiên trong cả một thế hệ - đã bắt đầu đi xuống. Và xuống nữa. Từ đỉnh điểm vào tháng 7/2006, chỉ số "tổng hợp 20" Case-Shiller về giá nhà tại hai mươi thành phố lớn của Mỹ đã giảm 15% tại thời điểm tháng 2/2008. Vào tháng đó, tốc độ giảm tính theo năm lên đến 13%, một con số chưa từng thấy kể từ đầu thập niên 1930. Ở một số thành phố - như Phoenix, San Diego, Los Angeles và Miami - mức sụt giảm tổng cộng lên đến một phần năm hoặc một phần tư. Hơn thế nữa, tại thời điểm cuốn sách này đang được viết (tháng 5/2008), phần lớn các chuyên gia dự đoán là sự sụt giảm vẫn tiếp tục.

Chứng khoán Mỹ so với bất động sản, 1987-2007



Ở Detroit đang sa sút, sự tụt giá nhà cửa bắt đầu sớm hơn, vào tháng 12/2005, và giá nhà đã xuống hơn 10% khi tôi đến thăm thành phố này vào tháng 7/2007. Tôi đến Detroit là bởi tôi có cảm giác rằng thứ đang diễn ra ở đây là cái xu hướng sắp xảy ra ở toàn bộ nước Mỹ và có lẽ khắp cả thế giới nói tiếng Anh. Trong vòng mười năm, giá nhà ở Detroit - nơi có lẽ sở hữu một lượng nhà ở kém giá trị nhất so với bất cứ thành phố nào khác ở Mỹ trừ New Orleans - đã tăng gần 50%, không đáng bao nhiêu so với bong bóng của toàn quốc (đã chứng kiến mức tăng giá nhà trung bình tới 180%), song vẫn khó mà giải thích được xét trong điều kiện trạng thái kinh tế trì trệ kinh niên của thành phố này. Như tôi đã nhận ra, lời giải nằm ở những biến đổi căn bản đối với các luật lệ trong trò chơi nhà đất, các thay đổi được minh họa bởi điều đã diễn ra ở West Outer Drive của Chicago, một con đường lớn đông đúc có những khu nhà bề thế của tầng lớp trung lưu đáng kính trọng với những vườn cỏ lớn và ga ra để ô tô. Từng một thời là nơi ở của tầng lớp tinh túy nhất Motown, giờ đây nó chỉ như một trong bao phố khác ở một vùng đất thênh thang *trong lòng* một đất nước: một nền kinh tế đang phát triển nằm trong lòng nước Mỹ, [477] còn được người ta biết tới dưới cái tên Subprimia (xứ sở dưới chuẩn).

Các khoản cho vay thế chấp mua nhà "dưới chuẩn" được các nhà môi giới địa phương nhắm vào các gia đình hoặc khu dân cư có lịch sử độ tín nhiệm kém hoặc vá víu. Cũng giống như các hợp đồng vay thế chấp bán "lô" là quá lớn nên không đủ điều kiện nhận được con dấu thông qua của Fannie Mae (và sự bảo đảm ngầm của chính phủ), các hợp đồng vay mua nhà dưới chuẩn thì quá rủi ro. Song chính tính chất rủi ro cao của các hợp đồng này khiến chúng có tiềm năng sinh lời lớn đối với những người cho vay. Đó không còn là những hợp đồng cho vay thế chấp mua nhà kiểu cũ loại ba mươi năm với lãi suất cố định được phát kiến trong thời kỳ Chính sách Mới. Ngược lại, một

tỷ lệ lớn trong số chúng là các hợp đồng vay thế chấp mua nhà với lãi suất thả nổi (ARM) - nói cách khác, lãi suất thay đổi theo sự biến đổi của lãi suất cho vay ngắn hạn. Nhiều hợp đồng trong số đó cũng là loại thế chấp chỉ trả lãi, không được trả dần từng kỳ (tức không được trả lại vốn gốc), ngay cả khi tiền gốc chiếm 100% giá trị được định giá của ngôi nhà dùng thế chấp. Và phần lớn các hợp đồng đó có các giai đoạn mở đầu "dùng thử", theo đó việc trả lãi ban đầu - thường là cho hai năm đầu tiên - được cố tình giữ ở mức thấp như không, do vậy đẩy lùi chi phí của khoản vay về giai đoạn sau. Tất cả các phương kế này là nhằm giảm thiểu trước mắt chi phí trả nợ cho người vay. Song các điều khoản của các hợp đồng cho vay dưới chuẩn đã ngầm định những mối lợi lớn đối với người cho vay. Một hợp đồng cho vay dưới chuẩn cực kỳ thủ đoạn ở Detroit đã ghi lãi suất 9,75% cho hai năm đầu tiên, song sau đó là một mức chênh lệch 9,125 điểm phần trăm cao hơn lãi suất ngắn hạn chuẩn theo đó các ngân hàng cho vay tiền lẫn nhau: thông thường là lãi suất liên ngân hàng London (gọi tắt là Libor). Thậm chí trước cả khi cuộc khủng hoảng vay dưới chuẩn nổ ra, lãi suất này đã là trên 5%, cho thấy một bước nhảy vọt rất lớn trong việc chi trả lãi vào năm thứ ba của hợp đồng vay [478].

Cho vay dưới chuẩn đã tràn tới Detroit như một trận tuyết lở những đồng tiền Cờ tỷ phú. Thành phố này đã bị giội bom những mẩu quảng cáo qua đài, qua truyền hình, qua thư và bởi các đạo quân đại lý và môi giới, tất cả đều đưa ra những mời gọi có vẻ hấp dẫn. Chỉ riêng trong năm 2006, các công ty cho vay dưới chuẩn đã bơm trên 1 tỷ đô la vào 22 khu vực theo mã số bưu điện của Detroit. Tại khu vực mã số 48235, bao gồm cả khu nhà số 5100 trên phố West Outer Drive, các hợp đồng vay thế chấp nhà dưới chuẩn chiếm trên một nửa toàn bộ các khoản vay được thực hiện trong khoảng thời gian từ năm 2002 đến 2006. Bảy trong 26 hộ gia đình của khu nhà số 5100 đã nhận vay dưới chuẩn. [479] Lưu ý rằng chỉ có một phần nhỏ các khoản vay này là đến với những người mua nhà lần đầu. Hầu như tất cả số còn lại là các hợp đồng tái cấp vốn cho phép người vay dùng nhà của mình như một cái máy làm tiền giúp chuyển giá trị tài sản hiện có của họ thành tiền mặt. Hầu hết họ đã sử dụng tiền có được để thanh toán các khoản nợ thẻ tín dụng, sửa chữa nhà cửa hoặc mua các hàng tiêu dùng lâu bền mới [480]. Tuy nhiên, ở những nơi khác thì tác động kết hợp của lãi suất tiết kiệm dài hạn giảm và các hợp đồng vay thế chấp mua nhà ngày càng hấp dẫn hơn đã lôi cuốn thêm những người mua mới vào thị trường nhà đất. Đến năm 2005, 69% các hộ gia đình Mỹ đã sở hữu nhà riêng, so với 64% của mười năm trước đó. Khoảng một nửa mức tăng đó có thể được quy cho cơn sốt cho vay dưới chuẩn. Điều quan trọng là một số lượng bất cân xứng những người vay dưới chuẩn thuộc về các sắc tộc thiểu số. Thực sự, tôi cảm thấy ngạc nhiên và tự hỏi mình

trong lúc lái xe đi quanh Detroit, rằng có phải "dưới chuẩn" đã thực sự là một uyển ngữ tài chính mới nghĩa là "người da đen". Theo một nghiên cứu của Liên minh Nhà ở Thu nhập thấp của Massachusetts, 55% số người da đen và Mỹ Latin trong khu vực đô thị ở Boston vay tiền để mua nhà cho gia đình mình năm 2005 đã nhận được các khoản vay thế chấp dưới chuẩn, so với chỉ có 13% số người vay da trắng. Trên ba phần tư số người da đen và Latin vay từ ngân hàng Washington Mutual được xếp vào loại dưới chuẩn, so với chỉ có 17% số người vay da trắng. [481] Theo Bộ Phát triển Nhà ở và Đô thị (HUD), chủ sở hữu nhà ở sắc tộc thiểu số đã tăng 3,1 triệu trong thời gian từ năm 2002 đến 2007.

Đây chắc chắn là đỉnh cao của nền dân chủ sở hữu nhà ở. Thị trường cho vay thế chấp mua nhà dường như đã biến giấc mơ sở hữu nhà ở Mỹ thành hiện thực cho hàng trăm nghìn người trước kia từng bị loại ra khỏi thị trường tài chính chính thống bởi các tổ chức xếp hạng tín dụng và bởi thành kiến chủng tộc được che đậy một cách vụng về.

Về sau này, sự phê phán sẽ được chĩa vào Alan Greenspan do ông đã không điều tiết một cách thích đáng việc cho vay thế chấp mua nhà trong những năm cuối cùng làm Chủ tịch Cục Dự trữ Liên bang. Tuy nhiên, mặc dù có sự tán thành tai tiếng (sau này đã được rút lại) đối với hợp đồng vay thế chấp mua nhà lãi suất thả nổi trong một bài phát biểu năm 2004, Greenspan không phải là người ủng hộ chính trong việc mở rộng sở hữu nhà ở. Và đổ lỗi tất cả sự thái quá trong những năm gần đây lên chính sách tiền tệ cũng không phải điều đúng đắn.

"Chúng tôi muốn mọi người ở nước Mỹ đều được sở hữu nhà riêng," tổng thống George W. Bush đã nói vào tháng 10/2002. Với việc kêu gọi những người cho vay tạo thêm 5,5 triệu chủ sở hữu nhà mới là người sắc tộc thiểu số, Bush đã ký Đạo luật Giấc mơ Mỹ về Tiền đặt cọc vay mua nhà năm 2003, một biện pháp nhằm trợ cấp những người mua nhà lần đầu trong số các tầng lớp thu nhập thấp. Những người cho vay được chính phủ khuyến khích là không ép buộc người vay dưới chuẩn phải có đầy đủ giấy tờ. Fannie Mae và Freddie Mac cũng chịu áp lực từ Bộ Phát triển Nhà ở và Đô thị phải hỗ trợ thị trường dưới chuẩn. Như Bush đã nói vào tháng 12/2003: "Lợi ích quốc gia của chúng ta chính là ở việc có nhiều người sở hữu nhà ở của họ hơn nữa." [482] Có rất ít người không đồng tình. Viết trên tờ *New York Times* vào tháng 11/2007, Henry Louis ("Ông bầu") Gates Con, Giáo sư chương trình Alphonse Fletcher tại Harvard và là Giám đốc Viện Nghiên cứu người Phi và người Mỹ gốc Phi thành đạt mang tên W.E.B. Du Bois, dường như hoan nghênh xu thế này khi chỉ ra rằng cứ 20 người Mỹ gốc Phi thành đạt mà ông đã nghiên cứu (trong số đó có Oprah Winfrey và Whoopi Goldberg [483]) thì có 15 người là "con cháu của ít nhất một nhánh những người từng là

nô lệ đã được sở hữu bất động sản vào năm 1920". Bỏ qua việc bong bóng bất động sản đã bị vỡ nhiều tháng trước đó, Gates đã đề xuất một giải pháp đáng ngạc nhiên cho vấn đề "nghèo đói và bất ổn của người da đen" - đó là "trao tài sản cho những người đã từng bị coi là tài sản":

Có lẽ Margaret Thatcher, hơn ai hết đã đề xuất một chương trình có thể hữu ích. Trong thập niên 1980, bà đã biến 1,5 triệu người ở trong các dự án nhà công cộng ở Anh thành những người sở hữu nhà ở. Đây chắc chắn là một việc mang tư tưởng tự do nhất mà bà Thatcher đã làm, và có lẽ những người cấp tiến cần phải noi gương bà... Một cách tiếp cận táo bạo và sáng tạo đối với vấn đề nghèo đói của người da đen... có lẽ sẽ là xem xét các cách thức biến những người thuê nhà thành chủ nhà... Đối với những người da đen khốn khổ, bước tiến thật sự có lẽ chỉ có được khi mà họ có quyền sở hữu trong xã hội Mỹ. Những người sở hữu bất động sản sẽ có được cảm giác sở hữu tương lai và xã hội của mình. Họ sẽ học tập, tiết kiệm, làm việc, phấn đấu và bỏ phiếu. Còn những người sa lầy trong nền văn hóa đi thuê nhà thì không làm được như vậy. [484]

Beanie Self, một nhà lãnh đạo cộng đồng da đen ở khu vực Fraser của Memphis đã chỉ ra sai lầm chết người trong lập luận của Gates: *"Giấc mơ Mỹ là giấc mơ sở hữu nhà ở, và một trong những điều làm tôi băn khoăn - trong khi giấc mơ đó thật là tuyệt diệu - là chúng ta chưa thực sự sẵn sàng cho điều đó. Mọi người không nhận ra là chúng ta có một ngành bất động sản, một ngành định giá, một ngành cho vay thế chấp mua nhà hiện nay có thể thực sự ép mọi người vào những ngôi nhà mà trong rất nhiều trường hợp họ không thể kham nổi."* [485]

Với tư cách là một mô hình kinh doanh, ngành cho vay dưới chuẩn đã hoạt động một cách tuyệt vời - miễn là lãi suất tiết kiệm nằm ở mức thấp, miễn là mọi người vẫn giữ được việc làm của mình, và giá bất động sản vẫn tiếp tục tăng lên. Tất nhiên, người ta không thể duy trì những điều kiện như vậy mãi được, nhất là ở một thành phố như Detroit. Song điều đó đã không hề làm cho những người cho vay dưới chuẩn phải lo lắng. Họ đơn giản là đi theo con đường đã được mở ra bởi những người cho vay thế chấp chính thống vào thập niên 1980. Thay vì đưa tiền của mình vào chỗ chịu rủi ro, họ đã bỏ túi những món hoa hồng béo bở từ việc ký các hợp đồng cho vay ban đầu rồi sau đó đem bán sỉ các khoản cho vay đó cho các ngân hàng ở Phố Wall. Các ngân hàng, đến lượt mình, lại đem đóng gói chúng thành các chứng khoán được bảo đảm bởi thế chấp nhà ở (RMBS) có lợi nhuận cao, rồi đem bán tiếp cho các nhà đầu tư trên khắp thế giới, những người đang nóng lòng kiếm thêm vài phần trăm điểm phần trăm tỷ suất lợi nhuận nữa cho đồng vốn của họ. Được đóng gói lại thành các cam kết nợ có thế chấp (CDO), các chứng khoán dưới chuẩn ấy có thể được biến từ khoản cho vay

đầy rủi ro trong tay những người vay mỏng manh thành các chứng khoán được xếp hạng đầu tư AAA. Tất cả những gì được đòi hỏi là sự xác nhận của một trong hai công ty xếp hạng tín dụng có vị trí thống lĩnh là Moody's hoặc Standard & Poor's, rằng ít nhất là tầng trên cùng của các chứng khoán đó sẽ khó mà mất khả năng chi trả. Các tầng "lửng" và tầng "tiền vốn" ở vị trí thấp hơn thì được thừa nhận là có nhiều rủi ro hơn; nhưng nói đi thì nói lại, các tầng này lại có lãi suất cao hơn.

Điều mấu chốt trong trò giả kim tài chính này là khoảng cách có thể lên đến hàng nghìn dặm giữa những người vay thế chấp mua nhà ở Detroit và những người rốt cuộc sẽ nhận được tiền lãi. Rủi ro đã được dàn trải ra khắp cả địa cầu, từ các quỹ lương hưu nhà nước của Mỹ đến các mạng lưới y tế ở Úc và thậm chí tới cả các hội đồng thị trấn nằm ở ngoài Vòng Cực Bắc. Chẳng hạn ở Na Uy, các hội đồng địa phương ở Rana, Hemnes, Hattjelldal và Narvik đã đầu tư khoảng 120 triệu đô la từ tiền đóng thuế vào CDO đã được chứng khoán hóa từ các khoản vay thế chấp mua nhà dưới chuẩn ở Mỹ. Vào thời điểm ấy, những người bán các "sản phẩm được cơ cấu" đó đã khoe khoang rằng chứng khoán hóa đã có tác dụng phân chia rủi ro "tới những ai có khả năng gánh chịu cao nhất". Chỉ đến sau này mới hóa ra là rủi ro đã được phân chia tới những ai có khả năng hiểu mức độ rủi ro kém nhất. Những ai hiểu được rõ nhất tính chất mong manh của khoản cho vay dưới chuẩn - tức là những ai trực tiếp giao dịch với những người cho vay và hiểu rõ các tình thế kinh tế của họ - thì sẽ chịu rủi ro ít nhất. Họ có thể chấp nhận một khoản vay "NINJA" (No Income No Job or Assets, tức là cho những người vay không có thu nhập, việc làm hay tài sản) có tỷ suất vay/giá trị là 100%, và ngay trong ngày hôm đó bán lại nó cho một trong những ngân hàng lớn kinh doanh CDO. Hầu như ngay lập tức, rủi ro đã nổi lên trên vịnh Na Uy.

Ở Detroit, sự xuất hiện của cho vay thế chấp mua nhà dưới chuẩn trên thực tế trùng hợp với một đợt suy sụp mới của ngành công nghiệp ô tô đang đi xuống không cưỡng lại nổi, làm cho thành phố này mất đi 20.000 việc làm. Điều đó báo hiệu một sự suy giảm rộng lớn hơn toàn nước Mỹ, một hệ quả hầu như không thể tránh khỏi của việc thắt chặt chính sách tiền tệ, khi Cục Dự trữ Liên bang nâng lãi suất tiết kiệm ngắn hạn từ 1% lên 5,25%. Điều này đã có một tác động vừa phải song khá đáng kể đối với lãi suất cho vay thế chấp mua nhà trung bình, làm lãi suất này tăng lên gần một phần tư (từ 5,34% lên 6,66%). Tác động của sự thay đổi tưởng chừng như vô thưởng vô phạt xét về các điều kiện tín dụng này đối với thị trường cho vay dưới chuẩn là rất tai hại.

Ngay khi mức lãi suất dùng thử vừa hết hạn và các hợp đồng cho vay thế chấp mua nhà được ấn định lại mức lãi suất mới cao hơn nhiều, hàng trăm hộ gia đình ở Detroit đã nhanh chóng mang nợ vì khoản lãi vay của họ. Ngay từ

tháng 3/2007, khoảng một phần ba số hợp đồng vay thế chấp ở khu vực mã bưu điện số 48235 đã bị khất nợ trên sáu mươi ngày, về thực chất là nằm trên bờ vực tịch thu tài sản thế nợ. Kết quả là sự vỡ bong bóng bất động sản, làm cho giá nhà đất bắt đầu sụt giảm lần đầu tiên kể từ đầu thập niên 1990. Ngay khi điều này vừa bắt đầu xảy ra, những người nhận các hợp đồng vay thế chấp mua nhà 100% giá trị thấy rằng nợ của họ đã cao hơn giá trị nhà. Giá nhà càng tiếp tục giảm thì càng có thêm nhiều người sở hữu nhà thấy rằng họ có vốn tài sản âm, một thuật ngữ khá quen thuộc ở Anh kể từ đầu thập niên 1990. Xét về khía cạnh này, West Outer Drive là nơi báo hiệu cho một cuộc khủng hoảng rộng lớn hơn trong thị trường bất động sản ở Mỹ, mà những cành nhánh sau này sẽ làm rung chuyển tận gốc rễ hệ thống tài chính của thế giới phương Tây.

Vào một trưa thứ Sáu oi bức, không lâu sau khi từ Memphis đến Detroit, tôi đã chứng kiến trên 50 ngôi nhà được bán ngay tại bậc thềm của khu tòa án Memphis. Trong tất cả các trường hợp, đó là bởi những người cho vay thế chấp đã tịch thu ngôi nhà của người chủ nào không trả lãi đúng hạn. [486] Memphis không chỉ là thủ đô phá sản của nước Mỹ (như chúng ta đã thấy trong Chương 1). Đến mùa hè năm 2007, nó còn nhanh chóng trở thành thủ đô tịch thu nhà trừ nợ của đất nước này. Trong năm năm gần đây, như tôi được cho biết, cứ bốn hộ gia đình ở thành phố này thì một hộ nhận được thông báo đe dọa tịch thu nhà trừ nợ. Và ở đây cũng vậy, các hợp đồng vay thế chấp mua nhà dưới chuẩn là gốc rễ của vấn đề này. Chỉ trong năm 2006, các công ty cho vay dưới chuẩn đã cho vay 460 triệu đô la tới mười bốn khu vực mã bưu điện khác nhau của Memphis. Điều tôi chứng kiến chỉ mới là sự khởi đầu của trận lũ tịch thu nhà trừ nợ. Vào tháng 3/2007, Trung tâm Cho vay Hữu trách đã dự báo rằng số vụ tịch thu trừ nợ có thể lên đến 2,4 triệu. [487] Đây rất có thể hóa ra lại là con số ước tính thấp hơn thực tế. Vào thời điểm cuốn sách này được viết (tháng 5/2008), khoảng 1,8 triệu hợp đồng vay thế chấp mua nhà đã bị quá hạn trả nợ, song vẫn còn khoảng 9 triệu hộ gia đình Mỹ, tức là một phần mười số hộ gia đình sống trong nhà riêng, đã bị rơi vào tình trạng vốn tài sản âm. Khoảng 11% các hợp đồng ARM đã bị tịch thu trừ nợ. Theo hãng Credit Suisse, tổng số nhà bị tịch thu trừ nợ thuộc tất cả các loại hợp đồng vay thế chấp mua nhà có thể lên đến 6,5 triệu trong năm năm tới. Điều đó có thể sẽ đẩy 8,4% số người sở hữu nhà, hay 12,7% số người vay thế chấp mua nhà, ra khỏi nhà của họ. [488]

Kể từ khi thị trường cho vay thế chấp mua nhà dưới chuẩn bắt đầu xấu đi vào đầu mùa hè 2007, làn sóng được tạo ra đã lan truyền khắp các thị trường tín dụng trên thế giới, quét đi một số quỹ phòng hộ và gây thiệt hại hàng trăm tỷ đô la cho các ngân hàng và các công ty tài chính khác. Vấn đề chủ yếu nằm ở các CDO, với trên 500 tỷ đô la giá trị bán ra năm 2006, khoảng

một nửa trong số đó chứa rủi ro dưới chuẩn. Hóa ra rất nhiều các CDO đó đã bị định giá cao quá mức, do ước tính sai lầm về tỷ lệ vỡ nợ dưới chuẩn có thể xảy ra. Khi ngay cả các chứng khoán được xếp hạng AAA cũng bắt đầu bị vỡ nợ, các quỹ phòng hộ chuyên mua các lố CDO có rủi ro cao nhất là kẻ đầu tiên chịu thiệt hại. Mặc dù đã xuất hiện những dấu hiệu trục trặc từ tháng 2/2007, khi HSBC công bố những khoản thiệt hại nặng nề từ các hợp đồng thế chấp mua nhà ở Mỹ, hầu hết các nhà phân tích hẳn sẽ cho rằng thời điểm bắt đầu cuộc khủng hoảng dưới chuẩn là từ tháng 6 năm đó, khi mà hai quỹ phòng hộ do hãng Bear Stearns [489] sở hữu nhận được yêu cầu công bố thế chấp bổ sung từ Merrill Lynch, một ngân hàng đầu tư khác đã cho các quỹ phòng hộ đó vay tiền song giờ đây lo ngại về mức độ rủi ro quá mức của các quỹ này xuất phát từ những tài sản được bảo đảm bằng các hợp đồng cho vay dưới chuẩn. Bear giải cứu một quỹ, song để cho quỹ kia sụp đổ. Trong tháng tiếp theo đó, các tổ chức xếp hạng đã bắt đầu hạ bậc của cam kết nợ có thế chấp đối với các chứng khoán được bảo đảm bởi hợp đồng vay thế chấp mua nhà (viết tắt là RMBS CDO, một thuật ngữ bản thân nó cũng cho thấy bản chất quá ư là phức tạp của các loại sản phẩm này). Một khi các tổ chức xếp hạng đã làm điều đó, tất cả các loại tổ chức tài chính đang nắm giữ các loại tài sản như vậy đã thấy rành rành trước mắt mình những thiệt hại to lớn. Vấn đề còn được khuếch đại rất nhiều bởi lượng tiền đòn bẩy (vay nợ) trong hệ thống. Đặc biệt các quỹ phòng hộ đã vay những số tiền khổng lồ từ các nhà môi giới chủ chốt của họ - các ngân hàng - nhằm khuếch đại lợi nhuận mà họ có thể tạo được. Trong khi đó, các ngân hàng thì che giấu tình trạng tồi tệ của chính mình bằng cách đưa các tài sản liên quan đến cho vay dưới chuẩn vào những pháp nhân nằm bên ngoài bảng cân đối, có tên "pháp nhân ống dẫn" và "pháp nhân đầu tư được cơ cấu hóa" (hay SIV, có lẽ là dễ đọc nhất trong số tất cả các từ viết tắt của cuộc khủng hoảng này), là những nơi huy động vốn bằng vay ngắn hạn trên các thị trường thương phiếu và vay qua đêm liên ngân hàng. Khi nỗi lo sợ về rủi ro từ bên đối tác (tức là mối nguy hiểm bên đối tác trong một giao dịch tài chính có thể bị sụp đổ) tăng lên, các thị trường tín dụng đó đã kẹt cứng lại. Cuộc khủng hoảng thanh khoản mà một số nhà bình luận đã cảnh báo trước ít nhất là trong suốt một năm đã nổ ra tháng 8/2007, khi tổ chức Cho vay Thế chấp Mua nhà Mỹ nộp đơn xin phá sản, còn BNP Paribas giải thể ba quỹ đầu tư cho vay thế chấp và công ty Countrywide Financial rút toàn bộ mức tín dụng 11 tỷ đô la của mình. Điều hầu như không ai có thể dự đoán được là việc vỡ nợ thế chấp dưới chuẩn của những hộ gia đình thu nhập thấp ở các thành phố như Detroit và Memphis lại có thể gây ra sự tàn phá tài chính lớn đến vậy [490]: một ngân hàng (Northern Rock) bị quốc hữu hóa, một ngân hàng khác (Bear Stearns) bị bán tháo rẻ rúng cho một đối thủ trong vụ giao dịch được Fed cam kết tài

trợ; vô số các quỹ phòng hộ đóng cửa; các "giảm bút toán" (writedown) của các ngân hàng lên tới ít nhất 318 tỷ đô la. Tổng số thiệt hại ước tính vượt quá 1.000 tỷ đô la. Con bướm dưới chuẩn đã vẫy đôi cánh và gây ra một trận bão toàn cầu.

Một trong số nhiều điều trớ trêu của cuộc khủng hoảng này là cuối cùng nó đã nện một đòn chí tử vào bà mẹ được chính phủ bảo trợ của nền dân chủ sở hữu nhà ở: Fannie Mae. [491] Một tác dụng của chính sách chính phủ là làm tăng thêm tỷ lệ các hợp đồng vay thế chấp mua nhà được Fannie Mae và những người em ruột là Freddie và Ginnie nắm giữ, trong khi đồng thời làm giảm bớt tầm quan trọng của các bảo lãnh ban đầu của chính phủ mà trước đây đã từng là thành phần chủ chốt trong hệ thống này. Trong khoảng thời gian từ năm 1955 đến 2006, tỷ lệ các hợp đồng vay thế chấp không mua trang trại được chính phủ bảo đảm đã giảm từ 35% xuống 5%. Song trong cùng giai đoạn đó, tỷ lệ các hợp đồng vay thế chấp được nắm giữ bởi các công ty do chính phủ bảo trợ lại tăng từ 4% lên mức đỉnh 43% năm 2003. [492] Cơ quan Giám sát Doanh nghiệp Nhà ở Liên bang đã yêu cầu Fannie và Freddie phải tiếp nhận nhiều RMBS hơn nữa (kể cả các chứng khoán được bảo đảm bởi những hợp đồng dưới chuẩn), bằng cách nới lỏng các quy định điều tiết tỷ lệ vốn trên tài sản của các tổ chức đó. Song hai tổ chức này chỉ có 84 tỷ đô la vốn, tức là chỉ 5% của số tài sản 1.700 tỷ đô la trên các bảng cân đối tài chính là của họ, đó là chưa nói đến 2.800 tỷ đô la nữa mà họ đã bảo đảm. [493] Nếu chẳng may các tổ chức này rơi vào tình thế khó khăn, có lẽ một giả định khá hợp lý là sự bảo trợ của chính phủ có thể sẽ biến thành sở hữu của chính phủ, với những hậu quả lớn cho ngân sách liên bang. [494]

Như vậy hóa ra nhà đất không phải là một kênh đầu tư an toàn tuyệt đối. Giá nhà đất cũng có thể lên và có thể xuống. Và, như chúng ta đã thấy, nhà đất là loại tài sản có tính thanh khoản khá kém - nghĩa là chúng khó có thể bán được nhanh chóng khi bạn đang bị bế tắc vì tài chính. Giá nhà đất rất "bám dính" theo chiều giảm bởi vì người bán rất ghét phải giảm giá đặt bán trong thời kỳ suy thoái; kết quả là tràn ngập các bất động sản không bán được trong khi nhiều người muốn chuyển nhà cứ phải trân trân nhìn những tấm biển "Bán nhà" của mình. Điều này có nghĩa là sở hữu nhà ở có thể làm giảm tính lưu động của lao động, và do vậy làm chậm lại quá trình phục hồi. Đó hóa ra lại là những nhược điểm của ý tưởng về nền dân chủ sở hữu nhà ở, mặc dù nó đã từng được xem là rất hấp dẫn với việc biến tất cả những người đi thuê nhà thành chủ sở hữu. Câu hỏi vẫn còn chờ được trả lời là liệu chúng ta có bất kỳ ngành kinh doanh nào xuất khẩu cái mô hình rủi ro cao này đến phần còn lại của thế giới hay không.

An toàn như các bà nội trợ

Quilmes, một khu nhà ổ chuột dàn trải ở vùng ngoại ô phía nam Buenos Aires, dường như nằm cách những đại lộ thanh lịch giữa thủ đô Argentina tới cả triệu cây số. Song liệu những người sống ở đó có thực sự nghèo khổ như vẻ bề ngoài của họ? Như nhà kinh tế học Peru, Hernando de Soto nhìn nhận, các thị trấn lụp xụp như Quilmes, mặc dù bề ngoài trông tồi tàn, lại mang trong mình hàng nghìn tỷ đô la tài sản không được hiện thực hóa theo đúng nghĩa đen. De Soto đã tính toán là tổng trị giá của các bất động sản, nơi ở của những người nghèo khổ toàn thế giới lên đến 9.300 tỷ đô la. Con số đó, như ông đã chỉ ra, là gần bằng tổng vốn hóa thị trường của tất cả các công ty niêm yết trong hai mươi nền kinh tế hàng đầu thế giới - và bằng khoảng chín mươi lần toàn bộ các loại viện trợ nước ngoài cung cấp cho các nước đang phát triển trong thời gian từ năm 1970 đến 2000. Vấn đề là ở chỗ những người sống ở Quilmes cũng như ở vô số những thị trấn tồi tàn như vậy trên khắp thế giới không có quyền hợp pháp được bảo đảm đối với nhà của họ. Và nếu như không có một hình thức nào đó về quyền hợp pháp thì bất động sản không thể được sử dụng làm vật thế chấp để vay tiền. Kết quả sẽ là một sự giới hạn có tính nền tảng đối với tăng trưởng kinh tế, de Soto lập luận, bởi vì nếu không vay được tiền, bạn sẽ không có vốn để khởi sự kinh doanh. Các nhà doanh nghiệp tiềm năng bị chặn đường. Những nguồn sinh lực tư bản chủ nghĩa bị bóp nghẹt.[495]

Một phần rất lớn của điều phiền toái này là do việc thiết lập được quyền hợp pháp đối với bất động sản ở những nơi như Nam Mỹ cực kỳ khó khăn về thủ tục hành chính. Ở Argentina ngày nay, theo Ngân hàng Thế giới, phải mất khoảng ba mươi ngày để đăng ký bất động sản, song trước đây thường lâu hơn thế nhiều. Ở một số nước - Bangladesh và Haiti là tồi tệ nhất - có thể phải mất khoảng ba trăm ngày. Khi de Soto và nhóm nghiên cứu của ông thử tìm cách lấy giấy phép hợp pháp để xây dựng một ngôi nhà trên nền đất do nhà nước sở hữu ở Peru, họ đã mất sáu năm mười một tháng, trong thời gian đó họ phải làm việc với năm mươi hai cơ quan chính phủ khác nhau. Ở Philippines cho đến tận gần đây, việc hợp thức hóa quyền sở hữu nhà là một quy trình gồm 168 bước liên quan tới năm mươi ba cơ quan nhà nước và tư nhân và phải mất từ mười ba đến hai nhăm năm. Trong thế giới nói tiếng Anh thì ngược lại, có khi chỉ mất khoảng hai ngày và hiếm khi quá ba tuần. Dưới con mắt của de Soto, vật cản quan liêu đối với quyền sở hữu hợp pháp đã làm cho bất động sản của người nghèo hầu như trở thành "một nguồn vốn chết... giống như là nước trong hồ ở tận trên đỉnh núi Andes - một nguồn năng lượng tiềm tàng chưa được khai thác". Thổi sự sống vào nguồn vốn này, ông lập luận, là chìa khóa để mang lại cho những quốc gia như Peru

một tương lai phồn vinh hơn. Chỉ có nhờ một hệ thống quyền sở hữu bất động sản vận hành tốt thì giá trị của ngôi nhà mới có thể được thị trường thiết lập một cách chính xác; nhà cửa mới có thể dễ dàng mua và bán; nó mới có thể được sử dụng một cách hợp pháp làm vật thế chấp đi vay; người sở hữu ngôi nhà mới có thể bị buộc phải chịu trách nhiệm trong các giao dịch khác mà anh ta tham gia. Hơn thế nữa, việc loại người nghèo ra khỏi quyền sở hữu bất động sản hợp pháp chính là đảm bảo chắc chắn rằng họ sẽ tham gia, ít nhất là một phần, trong khu vực kinh tế xám (hàng trốn thuế) hoặc đen (hàng cấm) vượt ra khỏi tầm với bàn tay chết chóc của nhà nước. Điều này còn tai hại gấp đôi. Nó cản trở sự đánh thuế hiệu quả. Và nó làm giảm đi tính chính đáng của nhà nước trong con mắt của dân chúng. Nói cách khác, các quốc gia nghèo là bởi vì họ không có quyền sở hữu bất động sản được bảo đảm, là bộ khung "kiến trúc ẩn mình" làm nên một nền kinh tế thành công. "Luật sở hữu bất động sản không phải là một cây đũa thần," de Soto thừa nhận, "song đó là mắt xích bị thiếu... Không có luật sở hữu bất động sản, bạn sẽ không bao giờ có thể thực hiện được các cải cách theo hướng bền vững." Và các quốc gia nghèo cũng sẽ dễ thất bại hơn khi muốn thực hành dân chủ bởi vì họ không có cử tri là những người có phần quyền lợi. "Quyền sở hữu bất động sản cuối cùng sẽ đưa đến nền dân chủ" de Soto lập luận, "bởi vì bạn không thể duy trì được hệ thống bất động sản do thị trường định hướng trừ phi bạn tạo được một hệ thống dân chủ. Đó là cách duy nhất để các nhà đầu tư cảm thấy an toàn." [496]

Đối với một số người - như nhóm khủng bố theo chủ nghĩa Mao mang tên Con Đường Sáng, những kẻ đã tìm cách ám sát ông trong một vụ nổ bom giết chết ba người năm 1992 - thì de Soto là một kẻ bất lương. [497] Một số người khác thì lên án ông là một Rasputin ở phía sau Tổng thống Peru mà nay đã mất chức là Alberto Fujimori. Đối với những người khác, các nỗ lực của de Soto nhằm toàn cầu hóa nền dân chủ sở hữu bất động sản đã làm ông trở thành anh hùng. Cựu tổng thống Bill Clinton đã gọi ông "có lẽ là nhà kinh tế học vĩ đại nhất còn sống", còn người đồng cấp ở Nga là Vladimir Putin đã gọi các thành tựu của de Soto là "phi thường". Năm 2004, tổ chức tư vấn chính sách theo chủ nghĩa tự do cá nhân (libertarianism) của Mỹ là Viện Cato đã tặng ông Giải thưởng Milton Friedman được trao hai năm một lần vì công trình của ông có "tinh thần và thực tiễn của tự do". De Soto cùng với Viện Tự do và Dân chủ của ông đã tư vấn cho các chính phủ ở Ai Cập, El Salvador, Ghana, Haiti, Honduras, Kazakhstan, Mexico, Philippines và Tanzania. Tất nhiên, câu hỏi then chốt là liệu lý thuyết của ông có hiệu lực trong thực tế hay không?

Quilmes đã cung cấp một thực nghiệm tự nhiên để xem liệu de Soto có thực sự làm sáng tỏ "sự bí ẩn của vốn tư sản" hay không. Chính ở nơi đây

vào năm 1981, một nhóm 1.800 gia đình đã bất chấp chế độ độc tài quân sự khi đó đang cai trị Argentina mà chiếm giữ một vùng đất hoang. Sau khi nền dân chủ được khôi phục trở lại, chính quyền địa phương đã tước quyền những người sở hữu đất ban đầu để trao cho những người chiếm dụng quyền sở hữu hợp pháp đối với nhà của họ. Tuy nhiên, chỉ có tám trong số mười ba chủ sở hữu đất gốc chấp nhận khoản bồi thường mà họ được đề nghị; những người khác (một người trong số họ thỏa thuận dàn xếp năm 1998) đã tiến hành một cuộc đấu tranh pháp lý kéo dài. Kết quả là một số trong những người chiếm dụng đất bất hợp pháp ở Quilmes đã trở thành chủ sở hữu bất động sản bằng cách trả một khoản tiền tượng trưng cho các hợp đồng thuê đất mà sau mười năm sẽ trở thành các văn bản chuyển toàn bộ quyền sở hữu; trong khi đó một số người khác vẫn chỉ là người chiếm dụng đất. Ngày nay, bạn có thể phân biệt được các ngôi nhà do chủ sở hữu ở với các ngôi nhà khác dựa vào các hàng rào tốt hơn và những bức tường sơn. Ngược lại, những ngôi nhà mà quyền sở hữu còn đang tranh chấp thì vẫn chỉ là những túp lều xác xơ. Như tất cả mọi người (kể cả "Ông bầu" Gates) đều biết, chủ sở hữu nhà thường chăm nom nhà cửa tốt hơn người thuê nhà.

Không nghi ngờ nữa, quyền sở hữu nhà đã thay đổi quan niệm của mọi người ở Quilmes. Theo một nghiên cứu gần đây, những ai có quyền sở hữu bất động sản sẽ ủng hộ chủ nghĩa cá nhân và chủ nghĩa vật chất nhiều hơn đáng kể so với những ai hiện vẫn đang chiếm dụng bất hợp pháp. Chẳng hạn khi được hỏi "Bạn có nghĩ rằng tiền quan trọng đối với hạnh phúc?", những người chủ sở hữu bất động sản có xác suất nghĩ như vậy cao hơn 34% so với những người chiếm dụng nhà. [498] Song dường như vẫn có một điểm sai lầm trong lý thuyết này, do việc sở hữu nhà riêng không làm cho những người sống ở Quilmes có điều kiện vay tiền dễ dàng hơn một cách đáng kể. Chỉ có 4% đã tìm cách có được một hợp đồng vay thế chấp. [499] Ở quê hương của de Soto là Peru cũng vậy, chỉ mình quyền sở hữu có lẽ là chưa đủ để làm sống lại nguồn vốn chết. Đúng là sau khi những khuyến nghị ban đầu của ông được chính phủ Peru chấp nhận năm 1988, đã có sụt giảm rất mạnh về thời gian đăng ký bất động sản (xuống chỉ còn một tháng) và chi phí còn sụt giảm mạnh mẽ hơn, cắt đến 99%. Các nỗ lực được tiếp tục thực hiện sau khi ủy ban Hợp thức hóa Bất động sản Không hợp thức được thành lập vào năm 1996, nhờ đó mà chỉ trong vòng bốn năm, 1,2 triệu ngôi nhà nằm trên đất đô thị đã được đưa vào hệ thống pháp lý. Song sự tiến bộ về kinh tế như de Soto đã hứa hẹn lại diễn ra chậm chạp một cách đáng thất vọng. Trong số hơn 200.000 hộ gia đình ở Lima được trao quyền sở hữu đất đai trong hai năm 1998 và 1999, chỉ có khoảng một phần tư đã kiếm được khoản vay bất kể thuộc loại nào tính đến năm 2002. Ở những nơi khác mà cách tiếp cận của de Soto được thử nghiệm, rõ nhất là ở Campuchia, việc trao quyền hợp pháp

cho các bất động sản ở đô thị chỉ khuyến khích thêm các nhà xây dựng và những kẻ đầu cơ vô liêm sỉ mua lại tài sản - hay tống cổ - những người nghèo khổ.[500]

Hãy nhớ rằng: việc sở hữu bất động sản không mang lại cho bạn một sự đảm bảo; nó chỉ đảm bảo cho những người mà bạn vay tiền. Sự đảm bảo thực sự chỉ đến từ thu nhập đều đặn, đúng như Công tước xứ Buckingham đã phát hiện vào thập niên 1840, và đúng như những người sở hữu nhà ở Detroit ngày nay đang nhận ra. Vì lý do đó, có lẽ không nhất thiết mỗi một nhà doanh nghiệp trong thế giới đang phát triển phải huy động tiền bằng cách đem thế chấp ngôi nhà của ông ta. Hay ngôi nhà của bà ta. Sự thực thì sở hữu nhà ở có lẽ hoàn toàn không phải là chiếc chìa khóa dẫn đến thịnh vượng.

Tôi gặp Betty Flores vào một buổi sáng thứ Hai mưa gió tại một khu chợ ngoài đường ở El Alto, một thị trấn của Bolivia gần kề (hay đúng hơn là nằm phía trên) thủ đô La Paz. Khi đó tôi đang trên đường tới văn phòng El Alto của tổ chức tài chính vi mô Pro Mujer, song vì độ cao của vùng này, tôi cảm thấy mệt mỏi và đề nghị dừng chân uống ly cà phê. Và cô đang bận rộn pha nước, mang ấm và ly chứa loại cà phê đặc của Bolivia cho các chủ cửa hàng và quầy hàng khắp quanh chợ. Ngay lập tức tôi bị ấn tượng mạnh bởi sự năng động và hoạt bát của cô. Trái ngược hẳn với phần lớn phụ nữ Bolivia bản địa, cô có vẻ hoàn toàn không rụt rè khi nói chuyện với một người nước ngoài xa lạ. Hóa ra cô cũng là một khách hàng của Pro Mujer và đã nhận một khoản vay để mở rộng quầy cà phê của mình - điều mà chồng cô, một thợ cơ khí, không có khả năng làm được. Việc đó đã có tác dụng; tôi chỉ nhìn Betty di chuyển liên tục là có thể nhận thấy điều đó. Liệu cô có kế hoạch tiếp tục mở rộng thêm không? Hẳn rồi. Công việc kinh doanh này đã giúp cô cho các con gái của mình học hết phổ thông.

Betty Flores không phải kiểu người thông thường sẽ được xem là rủi ro tín dụng thấp. Cô có một khoản tiền tiết kiệm vừa phải và cô không sở hữu nhà riêng. Song cô cũng như hàng nghìn phụ nữ ở các quốc gia nghèo khổ trên khắp thế giới hiện đang được cho vay tiền bởi những tổ chức kiểu Pro Mujer, trong một nỗ lực có tính cách mạng nhằm giải phóng năng lực kinh doanh của phụ nữ. Một phát kiến lớn của phong trào tài chính vi mô ở những quốc gia như Bolivia là phụ nữ có mức độ rủi ro về tín dụng thấp hơn so với nam giới, dù có hay không có nhà làm vật đảm bảo cho các khoản vay của họ. Điều đó chắc chắn đã bác bỏ quan niệm thông thường về người phụ nữ chủ cửa hàng ăn tiêu hoang phí. Thực sự điều này đã đi ngược lại thành kiến của nhiều thế kỷ, cho đến tận thập niên 1970 vẫn còn vơ đũa cả nắm rằng mức độ tín nhiệm của phụ nữ thấp hơn so với nam giới. Chẳng hạn ở Mỹ, phụ nữ có chồng trước đây thường bị từ chối cho vay, thậm chí ngay cả khi chính họ có việc làm, còn chồng họ thất nghiệp. Những người vợ bị bỏ rơi

hoặc ly dị còn bị đánh giá tệ hơn nữa. Khi tôi lớn, tín dụng vẫn chủ yếu dành cho nam giới. Tuy nhiên, tài chính vi mô đã cho thấy mức độ đáng tin về tín dụng trên thực tế có lẽ là một đặc trưng của phụ nữ.

Người sáng lập ra phong trào tài chính vi mô và nhận giải thưởng Nobel, ông Muhammad Yunus đã hiểu được tiềm năng của những khoản vay nhỏ cho phụ nữ khi ông nghiên cứu về sự nghèo đói ở nông thôn Bangladesh quê hương mình. Ngân hàng Grameen ("Làng quê") do ông đồng sở hữu được thành lập ở làng Jobra năm 1983 đã cấp các khoản vay nhỏ cho gần 7,5 triệu người, hầu hết trong số đó là phụ nữ không có vật gì thế chấp. Hầu hết họ đã nhận được khoản vay với tư cách là thành viên của một nhóm năm người (koota) gặp nhau hằng tuần và chia sẻ không chính thức trách nhiệm trả nợ vay. Kể từ khi ra đời, Ngân hàng Grameen đã cấp các khoản vay nhỏ tổng trị giá trên 3 tỷ đô la, ban đầu tài trợ cho các hoạt động của mình bằng tiền từ các cơ quan viện trợ, song hiện nay đã thu hút lượng tiền gửi đủ lớn (gần 650 tỷ đô la tại thời điểm tháng 1/2007) để có thể tự chủ và thực sự còn có lãi.[501] Pro Mujer được thành lập năm 1970 bởi Lynne Patterson và Carmen Velasco, là một trong số những tổ chức bắt chước Ngân hàng Grameen thành công nhất ở Nam Mỹ.[502] Các khoản cho vay bắt đầu ở mức khoảng 200 đô la trong thời gian ba tháng. Hầu hết phụ nữ đã dùng số tiền đó để mua gia súc cho nông trại của mình, hoặc như Betty, để tài trợ cho công việc tiểu thương, bán mọi thứ từ bánh ngô cho đến đồ bếp Tupperware.

Tới lúc tôi rời khỏi quầy cà phê của Betty thì các văn phòng của Pro Mujer ở El Alto đã náo nhiệt hoạt động. Thật ấn tượng khi nhìn thấy hàng chục phụ nữ Bolivia, hầu như tất cả đều trong trang phục truyền thống (mỗi người đều đội một cái mũ quả dưa nhỏ được gài nghiêng trông rất nhộn), đang xếp hàng chờ trả lãi hằng kỳ. Trong lúc nghe họ kể chuyện về trải nghiệm của mình, tôi bắt đầu tự hỏi liệu đã đến lúc nên thay câu nói nổi tiếng từ lâu "An toàn như những ngôi nhà" bằng câu "An toàn như những bà nội trợ"[503] hay chưa. Đó là vì những gì tôi đã thấy ở Bolivia cũng đang lặp lại ở các quốc gia nghèo trên khắp thế giới, từ những khu nhà ổ chuột ở Nairobi cho đến những làng quê ở Andhra Pradesh của Ấn Độ. Và không chỉ ở thế giới đang phát triển. Tài chính vi mô còn có thể vận hành ở những khu vực nghèo khổ biệt lập trong thế giới phát triển - như ở Castlemilk của Glasgow, nơi mà cả một mạng lưới các tổ chức cho vay được gọi là các hội tín dụng được thiết lập làm liều thuốc giải cho việc vay lãi cắt cổ (hình thức này chúng ta đã gặp ở Chương 1). Ở Castlemilk cũng vậy, người được vay là phụ nữ địa phương. Ở cả El Alto lẫn Castlemilk, tôi đã được nghe đàn ông là những người dễ dàng tiêu tiền lương trong các quán rượu hoặc những cửa hàng cá cược hơn là lo lắng trả lãi vay. Phụ nữ, như tôi đã được nghe nhiều lần, quản lý tiền nong tốt hơn nhiều so với các ông chồng của họ.

Tất nhiên, sẽ sai lầm nếu giả định rằng tài chính vi mô là phương thuốc thần kỳ trong việc giải quyết vấn đề nghèo đói toàn cầu, như phương thuốc về quyền sở hữu bất động sản của de Soto. Khoảng hai phần năm dân số thế giới thực sự nằm ngoài hệ thống tài chính, bởi họ không có tài khoản ngân hàng càng không có tín dụng. Song chỉ cho họ vay không thôi chưa đủ để đưa sự nghèo đói vào nhà bảo tàng, như lời của Yunus, dù bạn có yêu cầu vật thế chấp hay không. Chúng ta cũng không được phép quên rằng một số người kinh doanh kinh tế vi mô có mặt ở đó để kiếm tiền chứ không phải để chấm dứt đói nghèo. [504] Chúng ta sẽ bị sốc khi phát hiện ra rằng một số công ty tài chính vi mô đang áp lãi suất cao đến 80% hoặc thậm chí là 125% một năm đối với các khoản cho vay của họ - một mức lãi suất ngang với bọn cho vay cắt cổ. Họ biện minh rằng đây là cách duy nhất để có lãi, trong điều kiện phải chi cho việc quản lý biết bao nhiêu khoản cho vay nhỏ xíu.

Glasgow đã trải qua những bước tiến dài kể từ khi người đồng hương Scotland của tôi là Adam Smith viết công trình nền tảng ủng hộ cho thị trường tự do, cuốn *The Wealth of Nations* (Sự thịnh vượng của các quốc gia) vào năm 1776. Cũng giống như Detroit, Glasgow đã đi lên từ sự phát triển của thời đại công nghiệp. Thời đại tài chính ít mang lại điều tốt đẹp hơn cho thành phố này. Song ở Glasgow, cũng như ở Bắc Mỹ và Nam Mỹ, hay như Nam Á, người ta đã học được cùng một bài học. Tình trạng mù tài chính có thể hiện diện ở khắp mọi nơi, song theo một cách nào đó, tất cả chúng ta đều là chuyên gia về một lĩnh vực của kinh tế học: thị trường bất động sản. Tất cả chúng ta đều biết rằng bất động sản là sự đánh cược một chiều. Chỉ trừ có một điều là không phải như vậy. (Trong quý cuối cùng năm 2007, giá nhà ở Glasgow sụt 2,1%. Điều an ủi duy nhất là ở Edinburgh, giá nhà sụt tới 5,8%.) Trong các thành phố trên khắp thế giới, giá nhà đã vượt xa mức có thể biện minh được nhờ thu nhập từ cho thuê nhà hoặc chi phí xây dựng. Như nhà kinh tế học Robert Shiller từng nói, đơn giản là đã có một "nhận định rộng khắp rằng nhà đất là một khoản đầu tư tuyệt vời", chính nó đã tạo ra một "bong bóng đầu cơ kinh điển" thông qua cùng một cơ chế phản hồi đã tác động lên thị trường chứng khoán còn thường xuyên hơn so với thời John Law. Nói tóm lại, đã có một niềm hưng phấn thiếu lý trí đối với gạch ngói, vôi vữa và lợi nhuận trên vốn mà chúng có thể mang lại. [505]

Nhận định đó, như chúng ta đã thấy, về nguồn gốc có một phần là từ chính trị. Song trong khi việc khuyến khích sở hữu nhà ở có thể giúp kiếm được lá phiếu chính trị cho chủ nghĩa tư bản, thì điều này cũng đồng thời bóp méo thị trường vốn bằng cách buộc mọi người phải đánh cược ngôi nhà vào "nhà cái". Khi các lý thuyết gia tài chính cảnh báo về một sự "thiên vị nhà" (home bias), họ muốn nói đến xu hướng các nhà đầu tư thường chỉ đặt tiền vào những tài sản được làm ra bởi đất nước họ. Song sự thiên vị nhà thực sự

là khuynh hướng đem đầu tư hầu hết toàn bộ của cải vào các ngôi nhà của chính mình. Xét cho cùng, nhà cửa chiếm đến hai phần ba danh mục đầu tư của một hộ gia đình Mỹ thông thường, và chiếm tỷ lệ cao hơn ở các quốc gia khác. [506] Từ Buckinghamshire đến Bolivia, chìa khóa đưa đến sự an toàn tài chính tốt nhất nên là một danh mục đầu tư vào các tài sản được đa dạng hóa một cách hợp lý. [507] Để đạt được điều đó, khôn ngoan nhất là chúng ta chỉ vay tiền dựa trên mức dự kiến về thu nhập trong tương lai. Chứ không nên bị cám dỗ đem đặt toàn bộ vốn liếng vào một cuộc chơi có đòn bẩy cao trên một thị trường bất động sản còn lâu mới hết rủi ro. Cần phải có một mức chênh lệch bền vững giữa chi phí vay với lợi nhuận từ đầu tư, và một sự cân bằng bền vững giữa nợ và thu nhập.

Chẳng cần phải nói thì cũng rõ rằng các quy tắc này được áp dụng không chỉ cho các hộ gia đình. Chúng cũng được áp dụng cho các nền kinh tế quốc dân. Câu hỏi cuối cùng cần được trả lời là - do kết quả của một quá trình mà chúng ta đã quen gọi là toàn cầu hóa - liệu nền kinh tế lớn nhất thế giới vẫn còn cố tình bỏ qua các quy tắc này đến mức độ nào? Nói tóm lại, siêu cường quốc dưới chuẩn sẽ phải trả cái giá ra sao?

Chương 6 TỪ ĐẾ QUỐC ĐẾN TRUNG-HOA-MỸ

Chỉ mới mười năm trước đây, trong cuộc Khủng hoảng châu Á 1997-98, người ta vẫn nghĩ rằng khủng hoảng tài chính dễ có khả năng xảy ra ở ngoại vi nền kinh tế thế giới - ở những nơi gọi là các thị trường mới nổi (trước đây là các nước kém phát triển) Đông Á hoặc Mỹ Latin. Song những mối đe dọa lớn nhất với hệ thống tài chính toàn cầu trong thế kỷ mới này lại không phải đến từ ngoại vi mà là từ trung tâm. Hai năm sau khi bong bóng "dot com" của Thung lũng Silicon đạt đỉnh cao vào tháng 8/2000, thị trường chứng khoán Mỹ đã sụt mất gần một nửa. Đến tận tháng 5/2007, các nhà đầu tư vào Standard & Poor's 500 mới gỡ gạc lại được thiệt hại của mình. Rồi sau đó chỉ ba tháng, một cơn bão tài chính mới lại nổ ra, lần này là trên thị trường tín dụng chứ không phải thị trường chứng khoán. Như chúng ta đã thấy, cuộc khủng hoảng này cũng bắt nguồn từ Mỹ, khi hàng triệu hộ gia đình Mỹ phát hiện ra rằng họ không còn đủ khả năng trả lãi cho các hợp đồng vay thế chấp mua nhà dưới chuẩn trị giá nhiều tỷ đô la. Đã có lúc các cuộc khủng hoảng của Mỹ như thế này chắc hẳn sẽ dìm phần còn lại của hệ thống tài chính toàn cầu vào vòng suy giảm, chưa nói đến suy thoái. Vậy mà vào thời điểm viết cuốn sách này, châu Á dường như không hề bị ảnh hưởng bởi vụ đổ vỡ tín dụng ở nước Mỹ. Thực vậy, một số nhà phân tích như Jim O'Neill, Trưởng Bộ phận Nghiên cứu Toàn cầu của Goldman Sachs, cho rằng phần còn lại của thế giới, được dẫn đầu bởi Trung Quốc, đang phát triển mạnh mẽ, đang "tách mình" ra khỏi nền kinh tế Mỹ.

Nếu như O'Neill đúng, thì hiện chúng ta đang trải qua một trong những cuộc chuyển dịch đáng kinh ngạc nhất trên cán cân sức mạnh tài chính toàn cầu; đây là đoạn kết kỷ nguyên kéo dài hơn một thế kỷ khi mà nhịp độ tài chính của nền kinh tế thế giới được thiết lập bởi những người nói tiếng Anh, đầu tiên là ở Anh, sau đó là ở Mỹ. Nền kinh tế Trung Quốc đã đạt được những kỳ tích phi thường về tăng trưởng trong ba mươi năm qua, với GDP trên đầu người tăng với tốc độ trung bình hằng năm là 8,4%. Song trong thời gian gần đây, nhịp độ đó còn tăng hơn nữa. Khi O'Neill và nhóm của ông lần đầu tính toán các con số dự báo về tổng sản phẩm quốc nội của nhóm BRIC (Brazil, Nga, Ấn Độ và Trung Quốc, hay là Các nước Lớn và Công nghiệp hóa Nhanh)[508], họ đã dự kiến là Trung Quốc có thể sẽ vượt Mỹ vào khoảng năm 2040.[509] Tuy nhiên, ước tính mới đây nhất của họ đã đưa thời điểm đó về năm 2027. [510] Các nhà kinh tế của Goldman Sachs không bỏ qua các thách thức mà Trung Quốc nhất định sẽ phải đối mặt, đặc biệt là quả bom

dân số hẹn giờ là chính sách một con hà khắc của nhà nước cộng sản và những hậu quả về môi trường của cuộc cách mạng công nghiệp ở mức quá tải của Đông Á. [511] Họ cũng không quên các áp lực lạm phát ở Trung Quốc, được thể hiện bằng việc giá chứng khoán tăng vọt trong năm 2007 và giá thực phẩm leo thang trong năm 2008. Mặc dù vậy, đánh giá tổng quát vẫn là tích cực một cách ấn tượng. Và rất đơn giản, điều đó có nghĩa là lịch sử đã đổi hướng trong thời đại của chúng ta.

Ba hay bốn trăm năm trước đây, không có mấy khác biệt về thu nhập trên đầu người giữa phương Tây và phương Đông. Một thực dân thông thường ở Bắc Mỹ, người ta đã cho là vậy, có mức sống chẳng hơn bao nhiêu so với một nông dân trồng trọt thông thường ở Trung Quốc. Thực vậy, xét trên nhiều khía cạnh thì nền văn minh Trung Hoa thời nhà Minh còn tinh vi hơn cả Massachusetts thuở ban đầu. Bắc Kinh, thành phố lớn nhất thế giới trong suốt nhiều thế kỷ, khiến Boston trở nên nhỏ bé, cũng giống như con tàu chở báu vật vào đầu thế kỷ 15 của Đô đốc Trịnh Hòa khiến con tàu Santa Maria của Christopher Columbus trở nên nhỏ bé. Vùng đồng bằng châu thổ sông Dương Tử dường như cũng không thua thung lũng sông Thames trong điều kiện tạo ra những đổi mới công nghệ quan trọng thúc đẩy năng suất lao động. [512] Vậy mà từ năm 1700 đến 1950 "sự phân chia lớn" về mức sống giữa phương Đông và phương Tây đã diễn ra. Trong khi Trung Quốc có lẽ đã chịu sự suy giảm tuyệt đối về thu nhập trên đầu người trong giai đoạn này, thì các xã hội ở khu vực phía bắc của phương Tây - đặc biệt là nước Anh và các vùng thuộc địa - đã trải qua sự tăng trưởng chưa từng có, một phần lớn nhờ vào tác động của cuộc Cách mạng Công nghiệp. Đến năm 1820, thu nhập trên đầu người ở Mỹ đã khoảng gấp đôi Trung Quốc; đến năm 1870 là cao gấp năm lần; đến năm 1913 gấp gần mười lần; đến năm 1950 gấp gần hai mươi hai lần. Tốc độ tăng trung bình hằng năm của GDP trên đầu người ở Mỹ là 1,57% trong khoảng thời gian từ 1820 đến 1950. Con số tương ứng của Trung Quốc là -0,24%. [513] Năm 1973, thu nhập của người Trung Quốc trung bình giỏi lắm cũng chỉ bằng một phần hai mươi một người Mỹ trung bình. Nếu tính bằng đồng đô la quốc tế theo tỷ giá hối đoái, sự khác biệt còn lớn hơn nữa. Cho đến năm 2006 gần đây thôi, tỷ số giữa thu nhập đầu người của Mỹ và Trung Quốc được đo theo cách này vẫn là 22,9/1.

Sai lầm gì đã xảy ra ở Trung Quốc từ thập niên 1700 đến thập niên 1970? Một hướng lập luận cho rằng Trung Quốc đã không có được hai cơ may quan trọng về kinh tế vĩ mô, những điều không thể thiếu đối với sự cất cánh trong thế kỷ 18 của khu vực phía bắc phương Tây. Thứ nhất là sự chinh phục châu Mỹ và đặc biệt là việc biến các hòn đảo của vùng biển Caribê thành các thuộc địa sản xuất đường, "những mẫu đất ma", đã làm giảm áp lực đối với hệ thống nông nghiệp của châu Âu, tránh được thiệt hại do sự suy giảm tỷ

suất lợi nhuận như kiểu Trung Quốc. Thứ hai là khoảng cách gần từ những mỏ than đến các địa điểm thích hợp phát triển công nghiệp. Thêm vào đó, sự bành trướng đế quốc, ngoài việc mang lại những nguồn nhiệt lượng rẻ hơn, gỗ rẻ hơn, len rẻ hơn và bông rẻ hơn, còn mang đến những lợi ích kinh tế không dự tính trước. Đó là việc nó đã khuyến khích phát triển các phát minh cần cho quân sự - đồng hồ, súng ống, thấu kính và các thiết bị dẫn đường - điều này hóa ra lại có tác dụng phụ rất lớn đối với sự phát triển của ngành chế tạo máy công nghiệp. [514] Chẳng cần phải nói, còn nhiều cách giải thích khác được đưa ra về sự phân chia lớn giữa phương Đông và phương Tây: sự khác biệt về địa hình, về nguồn tài nguyên vốn có, về văn hóa, quan niệm đối với khoa học và công nghệ, thậm chí cả khác biệt về sự tiến hóa của con người. [515] Song có một giả thiết vẫn luôn đáng tin cậy là các vấn đề của Trung Quốc không chỉ liên quan đến tài nguyên, mà còn mang tính chất tài chính. Một mặt, đặc tính nhất thể của Đế quốc Trung Hoa đã ngăn sự cạnh tranh tài chính, điều được xem là động lực cho cải cách tài chính ở châu Âu thời kỳ Phục hưng và sau này. Mặt khác, việc Đế quốc Trung Hoa dễ dàng tài trợ cho thâm hụt bằng cách in tiền đã không khuyến khích xuất hiện các thị trường tài chính theo kiểu châu Âu. [516] Ngoài ra, tiền kim loại cũng dễ dàng có hơn so với ở châu Âu, bởi vì Trung Quốc có thặng dư thương mại với phương Tây. Nói tóm lại, Đế quốc Trung Hoa ít có động lực phát triển các loại thương phiếu, trái phiếu, vốn cổ đông. Khi các tổ chức tài chính hiện đại cuối cùng cũng đến Trung Quốc vào cuối thế kỷ 19, họ đến với tư cách một bộ phận của chủ nghĩa đế quốc phương Tây, và như chúng ta sẽ thấy, lúc nào cũng có thể bị đe dọa bởi những phản ứng yêu nước chống lại ảnh hưởng của nước ngoài. [517]

Toàn cầu hóa, nếu chỉ có nghĩa là sự hội nhập nhanh chóng của các thị trường quốc tế về hàng hóa, sản phẩm công nghiệp, nguồn lao động và vốn, thì không phải là một hiện tượng mới mẻ. Trong ba thập niên trước năm 1914, tỷ lệ thương mại hàng hóa trên sản lượng toàn cầu đã đạt tới mức của ba mươi năm gần đây. [518] Trong một thế giới mà các biên giới ít bị kiểm soát hơn, tỷ lệ di cư quốc tế hầu như chắc chắn sẽ cao hơn trong tương quan với dân số thế giới; trên 14% người dân Mỹ vốn sinh ra ở nước ngoài năm 1910 so với chưa đến 12% trong năm 2003. [519] Mặc dù nếu xét theo con số trước thuế, tổng lượng vốn quốc tế so với GDP toàn cầu trong thập niên 1990 lớn hơn một thế kỷ trước, thì xét theo con số ròng, lượng vốn đầu tư ra nước ngoài - đặc biệt là từ các quốc gia giàu có vào các quốc gia nghèo - ở thời kỳ trước lại lớn hơn nhiều. [520] Hơn một thế kỷ trước đây, các nhà kinh doanh năng động ở châu Âu và Bắc Mỹ đã nhận ra nhiều cơ hội đầy cám dỗ ở khắp châu Á. Đến giữa thế kỷ 19, các công nghệ chủ chốt của cuộc Cách mạng Công nghiệp đã có thể được chuyển giao đến bất cứ đâu. Sự chậm trễ

trong thông tin liên lạc đã được rút ngắn mạnh mẽ nhờ việc đặt hệ thống cáp quốc tế dưới biển.

Họ có trong tay số vốn dư dật, và như chúng ta sẽ thấy, các nhà đầu tư Anh không hề do dự đầu tư tiền vào những vùng đất xa xôi. Thiết bị không đắt, năng lượng sẵn có và nguồn lao động phong phú khiến cho ngành dệt may ở Trung Quốc hoặc Ấn Độ lẽ ra phải trở thành một lĩnh vực kinh doanh có lợi nhuận cực kỳ cao. [521] Vậy mà bất chấp món đầu tư trên một tỷ bảng Anh từ các quỹ phương Tây, lời hứa hẹn của toàn cầu hóa thời Victoria đã hầu như không thành hiện thực ở hầu hết châu Á, chỉ còn để lại di sản là nỗi cay đắng đối với điều mà đến tận ngày hôm nay vẫn được nhớ đến như là sự bóc lột thuộc địa. Thực vậy, các phản ứng chống lại toàn cầu hóa vào thế kỷ trước mạnh tới mức mà hai quốc gia đông dân nhất châu Á rốt cuộc đã hầu như tự tách mình ra khỏi thị trường toàn cầu từ thập niên 1950 đến thập niên 1970.

Hơn thế nữa, thời đại toàn cầu hóa đầu tiên này chẳng hề có một cái kết có hậu. Ngược lại, chưa đầy 100 năm trước, vào mùa hè năm 1914, nó đã kết thúc không phải bằng một tiếng khóc thút thít, mà bằng một tiếng nổ đinh tai nhức óc, khi những kẻ hưởng lợi chính của nền kinh tế toàn cầu hóa đã lao vào một cuộc chiến tranh có mức độ tàn phá lớn nhất mà thế giới từng được chứng kiến. Chúng ta nghĩ rằng mình biết vì sao nguồn vốn quốc tế đã thất bại trong việc tạo ra tăng trưởng tự túc bền vững ở châu Á trước năm 1914. Song liệu còn có thêm mối liên quan nào đó giữa các tác động của hội nhập kinh tế toàn cầu với sự bùng nổ Thế chiến thứ nhất? Điều mới đây được nêu ra là cuộc chiến tranh ấy cần phải được hiểu như một dạng phản ứng chống lại toàn cầu hóa, được mở đầu bằng việc nâng thuế quan nhập khẩu và hạn chế nhập cư trong thập niên ngay trước 1914, và được hoan nghênh nồng nhiệt nhất bởi giới chủ ruộng đất châu Âu, những người có vị trí bị suy yếu dần trong suốt nhiều thập niên do sự sụt giảm giá nông sản và sự di cư của lao động nông nghiệp dư thừa sang Tân Thế giới.[522] Trước khi vô tâm đón nhận một thế giới đẹp đẽ, mới mẻ và được cho là "hậu Mỹ" ngày nay [523], chúng ta cần chắc chắn rằng sẽ không có những phản ứng không dự đoán trước được tương tự kéo sập nền tảng địa chính trị của phiên bản toàn cầu hóa mới nhất.

Toàn cầu hóa và trận quyết chiến cuối cùng

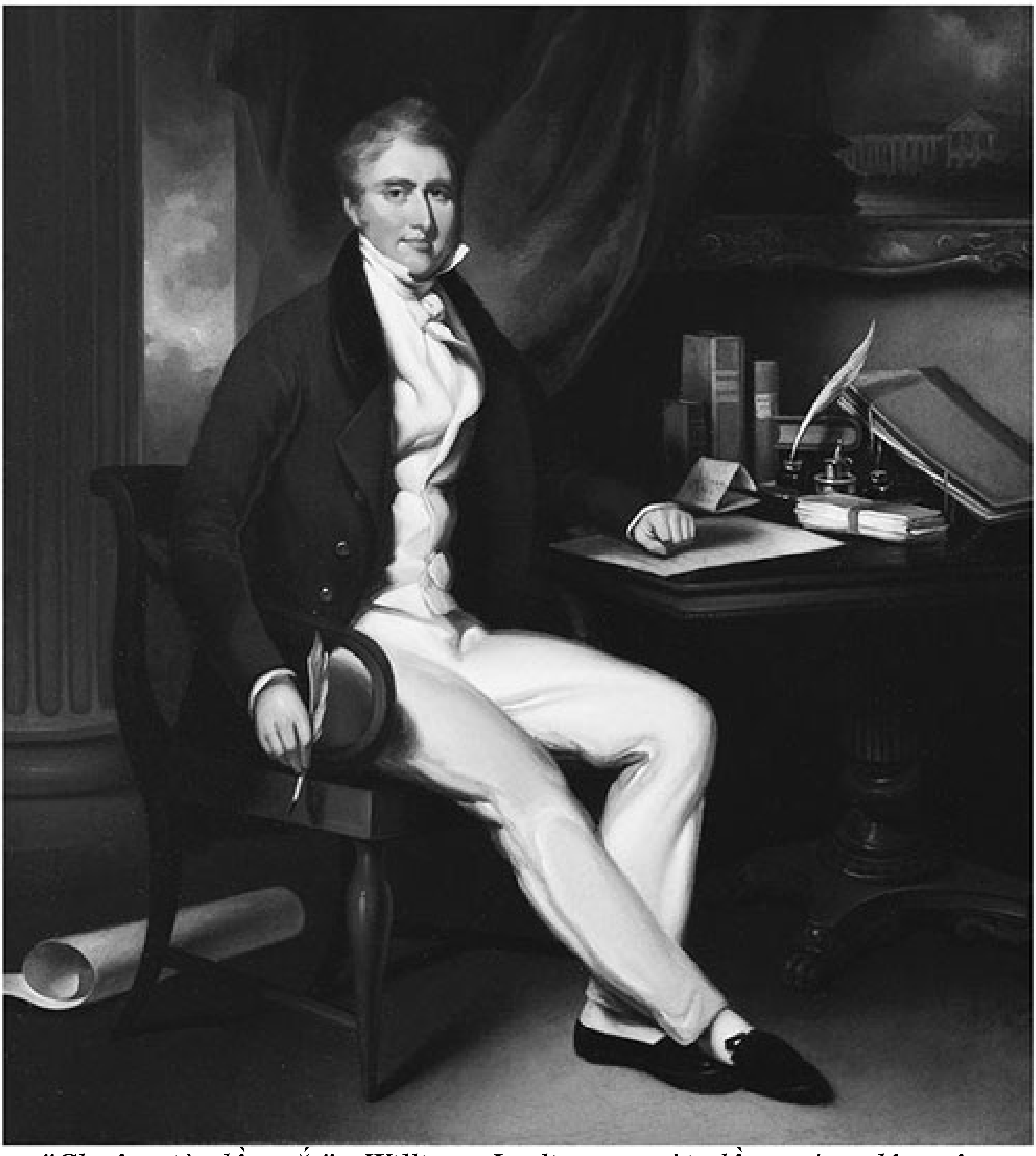
Trước đây người ta thường nói các thị trường mới nổi là những nơi từng dễ lâm nguy [524]. Đầu tư vào các vùng đất xa xôi có thể làm cho bạn trở thành giàu có, song khi mà tình hình trở nên rắc rối, thì đó lại là con đường

nhanh nhất tiến đến sự lụi bại tài chính. Như chúng ta đã thấy trong Chương 2, cuộc khủng hoảng nợ đầu tiên ở Mỹ Latin đã xảy ra từ tận thập niên 1820. Chính một cuộc khủng hoảng thị trường mới nổi nữa ở Argentina đã suýt làm ngân hàng Barings phá sản năm 1890, cũng giống như chính nhà buôn bán hợp đồng tương lai lừa đảo ở Singapore, Nick Leeson, đã kết liễu Barings 105 năm sau đó. Cuộc khủng hoảng nợ Mỹ Latin thập niên 1980 và cuộc khủng hoảng châu Á thập niên 1990 không thể coi là những sự kiện chưa từng có tiền lệ. Lịch sử tài chính đã cho thấy rằng rất nhiều thị trường mới nổi ngày nay có lẽ tốt hơn nên được gọi là các thị trường mới nổi trở lại. [525] Còn giờ đây, thị trường mới nổi trở lại tầm cỡ nhất là Trung Quốc. Theo các nhà đầu tư thân Trung Quốc như Jim Rogers, số tiền có thể kiếm được ở đây hầu như không có một giới hạn nào. [526] Vậy mà đây không phải là lần đầu tiên các nhà đầu tư nước ngoài đổ tiền vào chứng khoán Trung Quốc với mơ ước kiếm được số tiền khổng lồ từ đất nước đông dân nhất thế giới này. Cũng nên nhớ lại là trong lần cuối cùng, họ đã mất nhiều áo sơ mi ngang mức mà tất cả các thợ may nổi tiếng của Hồng Kông có thể cùng nhau may trong một tháng trời . [527]

Vấn đề chủ chốt đối với đầu tư nước ngoài, trước kia cũng như hiện nay, là ở chỗ các nhà đầu tư ngồi tại London hay New York rất khó có thể nhìn thấy một chính phủ ngoại quốc hay một nhà quản lý ở nước ngoài đang làm gì cách đó một đại dương hoặc xa hơn. Hơn thế nữa, hầu hết các quốc gia ngoài phương Tây cho đến tận gần đây vẫn có các hệ thống pháp lý rất không đáng tin cậy và các quy định kế toán rất khác biệt. Nếu như một bên đối tác kinh doanh nước ngoài quyết định không trả nợ, thì nhà đầu tư ngồi ở phía bên kia thế giới chẳng thể làm được gì nhiều. Trong kỷ nguyên thứ nhất của toàn cầu hóa, lời giải cho vấn đề này thật đơn giản, tàn nhẫn song rất hiệu quả: áp đặt luật lệ của châu Âu.

William Jardine và James Matheson là hai người Scotland gian hùng đã thành lập một công ty kinh doanh ở thành phố cảng phía nam Trung Quốc là Quảng Châu (hồi đó được biết đến dưới tên gọi Canton) vào năm 1832. Một trong những phương án kinh doanh tốt nhất của họ là nhập khẩu thuốc phiện do chính phủ sản xuất từ Ấn Độ. Jardine nguyên là bác sĩ phẫu thuật của Công ty Đông Ấn, song thuốc phiện mà ông đưa vào Trung Quốc lại dành cho các mục đích hoàn toàn không liên quan đến y tế. Đó là việc mà Hoàng đế Ung Chính đã cấm từ hơn một thế kỷ trước, vào năm 1729, do việc nghiện thuốc phiện gây ra thiệt hại rất lớn đối với xã hội. Ngày 10/3/1839, một quan chức triều đình tên là Lâm Tắc Từ đã đến Quảng Châu theo lệnh của Hoàng đế Đạo Quang để dẹp bỏ việc kinh doanh này một lần và vĩnh viễn. Ông Lâm đã phong tỏa các kho chứa thuốc phiện ở Quảng Châu cho đến khi những thương gia người Anh phải chấp nhận đòi hỏi của ông. Tổng

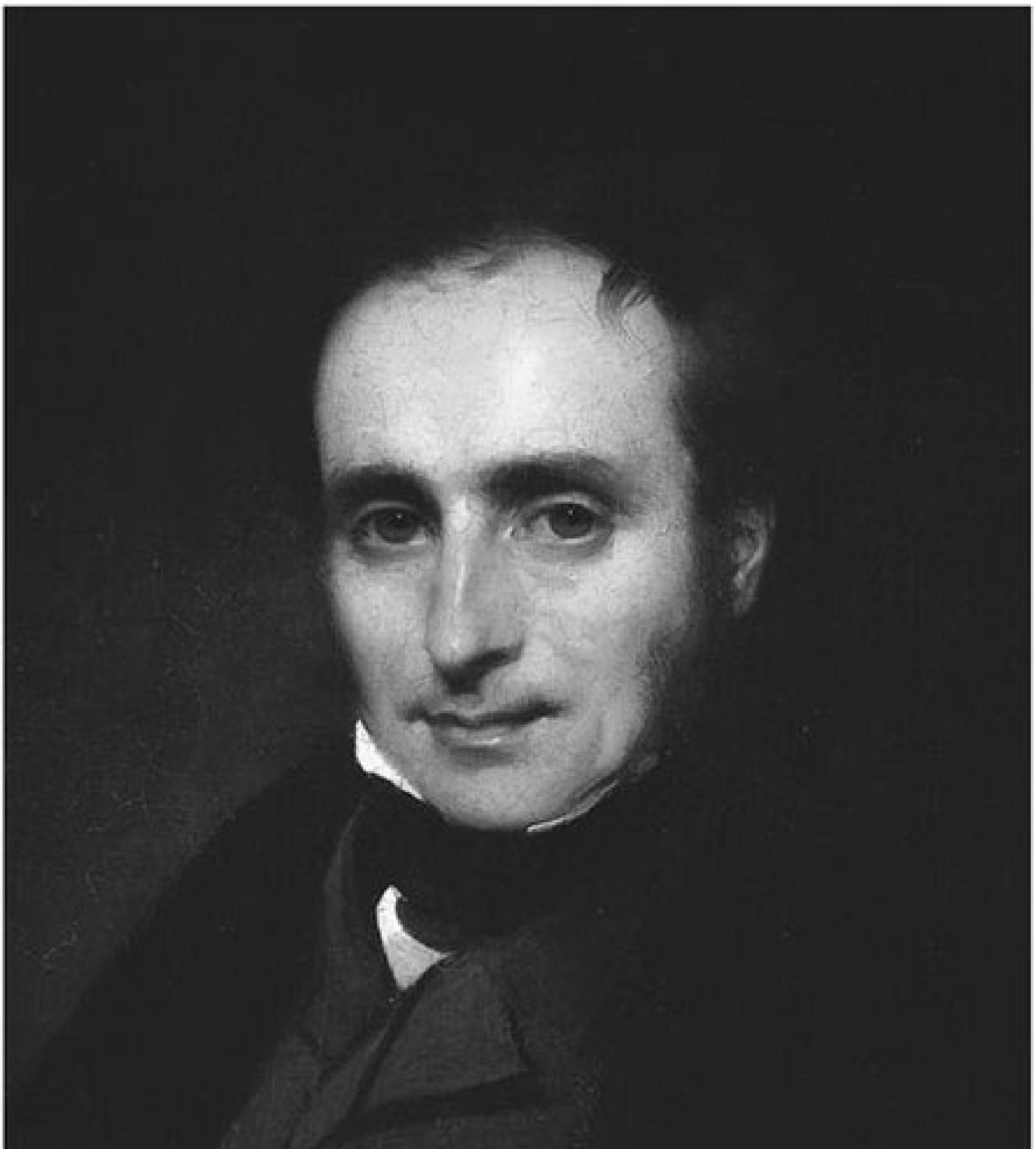
cộng có khoảng 20.000 hòm thuốc phiện trị giá 2 triệu bảng Anh đã bị tịch thu. Các thứ đựng trong hòm đã được pha loãng đến mức không còn dùng được nữa và bị ném xuống biển theo đúng nghĩa đen. [528] Người Trung Quốc cũng yêu cầu rằng từ nay trở đi, tất cả người dân Anh ở trên lãnh thổ của Trung Quốc đều phải tuân theo luật lệ của Trung Quốc. Điều này không hợp với ý muốn của Jardine một chút nào. Được người Trung Quốc biết đến dưới cái tên "Chuột già đầu sắt" (thiết đầu lão thử), ông ta đang ở châu Âu khi cuộc khủng hoảng xảy ra và vội vã đến London để vận động chính phủ Anh. Sau ba cuộc gặp với Bộ trưởng Ngoại giao là Tử tước Palmerston, Jardine có vẻ đã thuyết phục được ông này rằng một cuộc phô trương sức mạnh là cần thiết, và "sự thiếu sức mạnh trong đội quân chiến tranh giẻ rách của chúng" sẽ đảm bảo chiến thắng dễ dàng nếu dùng một đội quân Anh "đủ lớn". Ngày 20/2/1840, Palmerston phát lệnh. Đến tháng 6/1840, mọi sự chuẩn bị của hải quân đã được hoàn tất. Đế quốc nhà Thanh sắp nếm phải sức mạnh của nhà nước ma túy thành công nhất trong lịch sử: Đế quốc Anh.



"Chuột già đầu sắt": William Jardine, người đồng sáng lập công ty Jardine Matheson

Đúng như Jardine đã dự kiến, chính quyền Trung Quốc không phải là đối thủ tương xứng với sức mạnh của hải quân Anh. Quảng Châu bị phong tỏa; đảo Chu Sơn bị chiếm. Sau mười tháng đối đầu, lính thủy đánh bộ Anh đã chiếm được các vị trí phòng thủ bảo vệ cửa sông Châu Giang, con đường thủy nối Hồng Kông với Quảng Châu. Theo Thảo ước Xuyên Tỵ được ký vào tháng 1/1841 (song sau đó lại bị Hoàng đế bãi bỏ), Hồng Kông đã trở thành sở hữu của người Anh. Hiệp ước Nam Kinh, được ký một năm sau đó, sau một cuộc đọ sức nữa nghiêng hẳn về một phía, đã khẳng định hành động

nhượng đất này và đồng thời trao quyền tự do buôn bán thuốc phiện tại năm "cảng hiệp ước": Quảng Châu, Hạ Môn, Phúc Châu, Ninh Ba và Thượng Hải. Theo nguyên tắc đặc quyền ngoại giao, người Anh có thể hoạt động tại các thành phố này và được miễn trừ hoàn toàn trước luật pháp Trung Quốc.



James Matheson, đối tác của Jardine trong kinh doanh thuốc phiện

Đối với Trung Quốc, cuộc Chiến tranh Nha phiến lần thứ nhất đã khởi đầu cho một kỷ nguyên "quốc sỉ". Tình trạng nghiện thuốc phiện bùng nổ. Các nhà truyền đạo Thiên Chúa đã làm lung lay đức tin Khổng giáo truyền thống. Và trong cơn hỗn loạn Thái Bình Thiên Quốc - cuộc khởi nghĩa nông dân chống lại một triều đại bất tín nhiệm do một người tự nhận là em của Chúa Jesus lãnh đạo - khoảng từ 20 triệu đến 40 triệu người đã thiệt mạng. Song đối với Jardine và Matheson, những người đã nhanh chóng kiếm đất ở

Hồng Kông và ngay sau đó chuyển trụ sở chính đến khu Đông Cảng (East Point) của hòn đảo này, những ngày vinh quang của toàn cầu hóa thời Victoria đã đến. Trạm gác Jardine, một trong những điểm cao nhất trên hòn đảo Hồng Kông, là nơi công ty này đã duy trì một người theo dõi để quan sát các con tàu của công ty trên đường từ Bombay, Calcutta hoặc London đến. Khi Hồng Kông bắt đầu phát triển mạnh mẽ trong vai trò trung tâm trung chuyển thương mại, chẳng bao lâu thuốc phiện đã không còn là lĩnh vực kinh doanh duy nhất của công ty. Cho đến đầu thập niên 1900, công ty Jardine Matheson đã có xưởng nấu rượu bia, các xưởng bông riêng, một công ty bảo hiểm, một công ty vận tải và thậm chí một công ty đường sắt riêng, trong đó có tuyến đường từ Cửu Long đến Quảng Châu được xây dựng trong thời gian từ năm 1907 đến 1911.

Còn ở London, một nhà đầu tư có vô số cơ hội đầu tư ra nước ngoài. Không gì có thể minh họa thực tế đó tốt hơn là các cuốn sổ kế toán của công ty N. M. Rothschild & Sons, cho thấy sự đa dạng phi thường của các chứng khoán mà thành viên của Rothschild đã nắm giữ trong danh mục đầu tư hàng triệu bảng của họ. Chỉ một trang đã liệt kê không dưới hai mươi loại chứng khoán khác nhau, bao gồm cả các trái phiếu được phát hành bởi chính phủ Chile, Ai Cập, Đức, Hungary, Italia, Nhật Bản, Na Uy, Tây Ban Nha và Thổ Nhĩ Kỳ, cũng như các chứng khoán được phát hành bởi mười một công ty đường sắt khác nhau, trong đó có bốn công ty ở Argentina, hai ở Canada, và một ở Trung Quốc [529]. Mà không chỉ có các thành viên của giới tinh hoa tài chính đặc tuyển mới có thể tham gia vào cách thức đa dạng hóa quốc tế như vậy. Ngay từ năm 1909, chỉ với một khoản chi phí khiêm tốn là 2 shilling và 6 xu, các nhà đầu tư Anh đã có thể mua được cuốn sách Investment: An exact science (Đầu tư: một môn khoa học chính xác) của Henry Lowenfeld, trong đó khuyến nghị "một hệ thống hợp lý các mức lãi suất trung bình, dựa trên sự phân bố vốn theo địa lý" làm một phương cách để "giảm đến mức tối thiểu dấu vết nhơ bẩn của sự đầu cơ trong hoạt động đầu tư". [530] Như Keynes sau này nhắc lại, trong một đoạn khá nổi tiếng từ cuốn Economic Consequences of the Peace (Các tác động kinh tế của hòa bình), hầu như không cần một nỗ lực nào thì một người London với tiềm lực khiêm tốn vẫn có thể "đổ của cải của mình vào tài nguyên thiên nhiên và các công nghiệp mới tại bất kỳ khu vực nào trên thế giới, và chung hưởng mà không cần ráng sức hoặc thậm chí bận tâm, những thành quả và lợi thế trong tương lai". [531]

Vào thời đó có khoảng 40 thị trường chứng khoán nước ngoài nằm rải rác khắp thế giới, trong số đó có 7 thị trường thường xuyên được báo chí tài chính Anh đưa tin. Thị trường chứng khoán London niêm yết các trái phiếu được phát hành bởi 57 chính phủ có chủ quyền hoặc chính phủ thuộc địa. Dõi theo dòng tiền từ London đến các phần còn lại của thế giới, ta thấy toàn

bộ quy mô của cuộc toàn cầu hóa về tài chính lần thứ nhất này. Khoảng 45% vốn đầu tư của Anh đi đến Mỹ, Canada và Nam bán cầu, 20% đến Mỹ Latin, 16% đến châu Á, 13% đến châu Phi và 6% đến phần còn lại của châu Âu. [532] Nếu gộp toàn bộ số vốn của Anh được huy động thông qua các đợt phát hành chứng khoán ra công chúng trong khoảng thời gian từ năm 1865 đến 1914, bạn sẽ thấy rằng phần lớn số vốn đó đi ra nước ngoài; chỉ có chưa đến một phần ba là được đầu tư ngay tại nước Anh. [533] Tính đến năm 1913, khoảng 158 tỷ đô la dưới dạng chứng khoán đã hiện diện khắp thế giới, trong đó khoảng 45 tỷ đô la (28%) được nắm giữ ở phạm vi quốc tế. Trong số tất cả các chứng khoán được đăng ký ở Sàn Giao dịch Chứng khoán London năm 1913, khoảng một nửa (48%) là trái phiếu nước ngoài. [534] Tổng tài sản nước ngoài năm 1913 tương đương với khoảng 150% GDP của Anh và thặng dư tài khoản vãng lai hằng năm lên đến 9% GDP năm 1913 - bằng chứng của cái lúc này có thể gọi là sự tràn ngập tiết kiệm ở Anh. Điều quan trọng là một tỷ lệ rất lớn xuất khẩu tư bản thời kỳ trước năm 1914 đi sang các nước tương đối nghèo, khác với thời gian gần đây. Năm 1913, 25% lượng vốn nước ngoài trên toàn thế giới được đầu tư vào các quốc gia có thu nhập bình quân bằng hoặc thấp hơn một phần năm mức GDP trên đầu người của Mỹ; năm 1997, tỷ lệ đó chỉ có 5%. [535]

Có thể các nhà đầu tư Anh chỉ bị lôi cuốn vào các thị trường nước ngoài bởi triển vọng có được lợi nhuận cao hơn tại những khu vực thiếu vốn. [536] Cũng có thể họ được khuyến khích bởi sự lan rộng của bản vị vàng, hoặc bởi trách nhiệm về tài khóa ngày càng cao của các chính phủ nước ngoài. Song thật khó tin được rằng mức đầu tư ra nước ngoài có thể lên cao đến thế trước năm 1914 nếu như không có sự tăng cường sức mạnh của đế quốc Anh. Đâu đó trong khoảng từ hai phần năm đến một nửa số đầu tư ra nước ngoài của Anh là tới các thuộc địa do Anh kiểm soát. Một tỷ lệ khá lớn cũng tới các quốc gia như Argentina và Brazil, những nơi mà Anh có ảnh hưởng không chính thức khá lớn. Và sự đầu tư ra nước ngoài của Anh đã tập trung hầu hết vào các tài sản có thể tăng cường lợi thế chính trị của Anh: không chỉ các trái phiếu chính phủ mà cả chứng khoán huy động vốn cho việc xây dựng các tuyến đường sắt, bến cảng và hầm mỏ. Một phần sức hấp dẫn của các chứng khoán ở thuộc địa là sự bảo lãnh rõ ràng mà một số chứng khoán có được. [537] Đạo luật Cho vay Thuộc địa (1899) và Đạo luật Chứng khoán Thuộc địa (1900) đã trao cho các trái phiếu thuộc địa cùng một quy chế ký thác như đối với trái phiếu hợp nhất vô thời hạn của chính phủ Anh (consol), khiến cho chúng trở thành các món đầu tư khả dĩ đối với các Ngân hàng Tiết kiệm Ký thác. [538] Song sự hấp dẫn thực sự của các chứng khoán thuộc địa mang tính ngầm ẩn hơn là rõ ràng.

Những người thời Victoria áp đặt một bộ định chế đặc biệt lên các thuộc

địa của họ, nhiều khả năng điều này đã nâng cao mức độ hấp dẫn của các vùng thuộc địa đối với các nhà đầu tư. Bộ định chế đó không chỉ gói gọn trong bộ ba thần thánh của Gladstone là tiền nhiều, ngân sách cân bằng và thương mại tự do, mà bao gồm thêm cai trị bằng pháp luật (cụ thể là quyền sở hữu tài sản theo kiểu Anh) và một chính quyền tương đối không tham nhũng - nằm trong những thứ "hàng hóa công" quan trọng nhất của chủ nghĩa đế quốc tự do cuối thế kỷ 19. Các hợp đồng nợ với những người vay thuộc địa đơn giản là dễ được chế tài hơn các hợp đồng nợ ký với các nhà nước độc lập. Đó chính là lý do vì sao, như Keynes sau này đã nhận xét, "Nam Rhodesia - một nơi nằm giữa châu Phi với vài nghìn người da trắng định cư và chưa đến một triệu người da đen - có thể đặt một khoản vay không cần bảo đảm, theo những điều kiện không khác gì lắm so với khoản Cho vay Chiến tranh [Anh quốc] của chính chúng ta," trong khi các nhà đầu tư có lẽ ưa thích "chứng khoán Nigeria (là cái không được bảo đảm bởi chính phủ Anh) hơn là các giấy nợ của Công ty Đường sắt London và Đông Bắc". [539] Việc áp đặt luật lệ Anh (như ở Ai Cập năm 1882) trên thực tế cũng ngang như là một sự bảo đảm "không vỡ nợ"; chỉ còn một điểm bất định duy nhất mà các nhà đầu tư phải đối mặt là sự cai trị của Anh sẽ kéo dài bao lâu. Trước năm 1914, bất chấp sự lớn mạnh của các phong trào dân tộc chủ nghĩa ở những vùng bị cai trị khác nhau như Ireland và Ấn Độ, độc lập về chính trị dường như vẫn là một viễn cảnh hoàn toàn xa vời đối với hầu hết các dân tộc bị cai trị. Vào thời điểm đó, ngay cả các khu vực định cư lớn của người da trắng cũng chỉ được trao quyền tự chủ chính trị rất hạn chế. Và không có thuộc địa nào mà triển vọng giành được độc lập lại xa vời như Hồng Kông.

Từ năm 1865 đến 1914, các nhà đầu tư Anh đã đổ ít nhất 74 triệu bảng Anh vào chứng khoán Trung Quốc, chỉ là một phần nhỏ bé trong tổng số 4 tỷ bảng mà họ nắm giữ ở nước ngoài vào thời điểm năm 1914, song đó lại là một số tiền đáng kể đối với đất nước Trung Quốc nghèo khổ. [540] Hẳn nhiên một sự bảo đảm cho các nhà đầu tư là ở chỗ, từ năm 1854 nước Anh không chỉ cai trị Hồng Kông như một thuộc địa, mà còn kiểm soát toàn bộ hệ thống Hải quan Hàng hải Triều đình của Trung Quốc, khiến ít nhất một phần thuế nhập khẩu tại các cảng của Trung Quốc được để dành riêng nhằm trả lãi cho các trái phiếu do Anh sở hữu. Vậy mà ngay cả tại những khu phố Âu của các cảng hiệp ước, nơi quốc kỳ Anh bay phấp phới còn *taipan* (đại ban, tức thương nhân nước ngoài) nhấp gin và tonic, vẫn có những mối nguy hiểm. Bất kể là người Anh kiểm soát Hồng Kông chặt đến mức độ nào, họ cũng không thể làm gì để ngăn Trung Quốc khỏi lâm vào chiến tranh với Nhật Bản năm 1894-95, sau đó là bạo loạn Nghĩa Hòa Đoàn năm 1900 và cuối cùng là cuộc cách mạng lật đổ triều đại nhà Thanh năm 1911 - một cuộc

cách mạng được châm ngòi một phần bởi sự căm phẫn của người Trung Quốc trước quy mô thống trị của nước ngoài đối với nền kinh tế trong nước. Mỗi lần thời cuộc chính trị đảo điên như vậy, là một lần các nhà đầu tư nước ngoài lại trúng thương vào tử huyệt, túi tiền của họ. Cũng như trong các cuộc khủng hoảng sau đó - cuộc xâm lược của Nhật Bản năm 1941, hay sự tiếp quản của Trung Quốc năm 1997 - các nhà đầu tư ở Hồng Kông đều chứng kiến sự sụt giảm mạnh mẽ giá trị các trái phiếu và chứng khoán Trung Quốc trong tay họ. [541] Tính dễ tổn thương bởi chiến tranh và cách mạng của toàn cầu hóa ở giai đoạn đầu không phải là một đặc điểm riêng của Trung Quốc. Điều đó hóa ra đúng với toàn bộ hệ thống tài chính thế giới.

Ba thập niên trước 1914 là những năm vàng đối với các nhà đầu tư quốc tế, theo đúng nghĩa đen. Thông tin liên lạc với các thị trường ở nước ngoài đã được cải thiện mạnh mẽ: đến năm 1911, một bức điện báo chỉ mất có 30 giây để đi từ New York đến London, và chi phí chuyển nó đi chỉ bằng có 0,5% mức của năm 1866. Các ngân hàng trung ương của châu Âu hầu như đều chuyển sang sử dụng bản vị vàng vào năm 1908; điều đó có nghĩa là hầu như tất cả các ngân hàng đó phải đưa ra mục tiêu đối với dự trữ vàng của họ và nâng lãi suất (hoặc can thiệp bằng cách khác) nếu họ đang chịu sự chảy máu tiền vàng. Dù sao điều đó cũng làm cho cuộc sống đơn giản hơn đối với các nhà đầu tư, do nó giảm thiểu mức độ rủi ro dao động lớn về tỷ giá hối đoái. [542] Các chính phủ trên khắp thế giới dường như cũng cải thiện được tình hình ngân sách khi mà sự giảm phát của các thập niên 1870 và 1880 đã nhường chỗ cho mức độ lạm phát nhẹ kể từ giữa thập niên 1890, giúp giảm gánh nặng nợ nần tính theo mức thực tế. Mức tăng trưởng cao hơn cũng làm tiền thu thuế tăng lên. [543] Dù vậy, lãi suất tiết kiệm dài hạn vẫn nằm ở mức thấp. Mặc dù lãi suất của trái phiếu vô thời hạn Anh tiêu chuẩn tăng thêm hơn một điểm phần trăm từ năm 1897 đến 1914, song đó là do nó tăng từ điểm đáy thấp nhất mọi thời đại là 2,25%. Cái mà ngày nay gọi là mức chênh lệch lãi suất của thị trường mới nổi đã bị thu hẹp lại một cách mạnh mẽ, bất chấp những đợt vỡ nợ lớn trong các thập niên 1870 và 1890. Ngoại trừ các chứng khoán được phát hành bởi các quốc gia tiêu hoang là Hy Lạp và Nicaragua, không một trái phiếu nước ngoài nào được giao dịch ở London năm 1913, dù là của quốc gia độc lập hay thuộc địa, có lãi suất vượt trên 2% so với trái phiếu vô thời hạn Anh, và hầu hết có mức lãi suất thấp hơn đáng kể. Điều đó có nghĩa là bất cứ ai đã mua vào một danh mục đầu tư các trái phiếu của nước ngoài, chẳng hạn vào năm 1880, cũng được hưởng một khoản lãi trên vốn khá lớn. [544]

Lợi nhuận và độ biến động của các trái phiếu từ các cường quốc lớn khác, chiếm gần một nửa khoản nợ nước ngoài được đăng ký ở London, cũng đã đều đặn giảm từ sau năm 1880, cho thấy phí bảo hiểm rủi ro về chính trị

cũng đang sụt giảm. Trước năm 1880, các trái phiếu của Áo, Pháp, Đức và Nga thường có xu hướng dao động rất dữ dội trước các tin tức chính trị; song các hoạt động ngoại giao bận rộn và náo nhiệt của một thập niên trước năm 1914, chẳng hạn liên quan đến Marocco và khu vực Balkan, đã không gây ra một chấn động nào trên thị trường trái phiếu London. Mặc dù thị trường chứng khoán Anh vẫn giữ được ổn định tương đối sau vụ sụp đổ của bong bóng Kaffir (mỏ vàng) những năm 1895-1900, mức độ biến động của tỷ suất lợi nhuận có xu hướng giảm, ít nhất cũng có một vài bằng chứng liên hệ các xu hướng này với sự tăng dài hạn tính thanh khoản, một phần là bởi sự tăng sản lượng vàng và quan trọng hơn là bởi cải cách tài chính, khi mà các ngân hàng cổ phần mở rộng thêm bảng cân đối so với nguồn dự trữ, còn các ngân hàng tiết kiệm lôi kéo thành công được tiền gửi từ các hộ gia đình trung lưu và hạ lưu. [545]

Tất cả các xu hướng kinh tế tốt lành đó đã khuyến khích tâm trạng lạc quan. Đối với nhiều nhà kinh doanh - từ Ivan Bloch ở nước Nga Sa hoàng đến Andrew Carnegie ở nước Mỹ - một cuộc chiến tranh lớn hiển nhiên sẽ là thảm họa đối với hệ thống tư bản chủ nghĩa. Năm 1898, Bloch đã công bố một công trình đồ sộ gồm 6 tập mang tên *The Future of War* (Tương lai của chiến tranh), trong đó ông lập luận rằng, do những tiến bộ công nghệ về sức tàn phá của vũ khí, chiến tranh nhất định là không có tương lai. Bất kỳ một âm mưu nào nhằm phát động chiến tranh trên quy mô lớn sẽ kết thúc với sự "phá sản của các quốc gia". [546] Năm 1910, cùng năm mà Carnegie thành lập Quỹ vì Hòa bình Quốc tế của ông, nhà báo Anh có khuynh hướng cánh tả Norman Angell đã công bố cuốn sách *The Great Illusion* (Ảo tưởng vĩ đại), trong đó lập luận rằng một cuộc chiến tranh giữa các cường quốc lớn là điều không thể làm được về mặt kinh tế chính bởi vì "tính liên thuộc phức tạp của nền tài chính được xây dựng dựa trên tín dụng của chúng ta". [547] Vào mùa xuân năm 1914, một ủy ban quốc tế đã công bố báo cáo về những tội ác trong thời gian diễn ra các cuộc chiến tranh ở vùng Balkan năm 1912-1913. Bất chấp bằng chứng mà ông và các đồng nghiệp của mình gặp phải, cho thấy chiến tranh có thể nảy sinh từ thù hận giữa các dân tộc, vị chủ tịch ủy ban này vẫn nhận xét trong lời mở đầu cuốn sách là các cường quốc lớn ở châu Âu (không giống như các quốc gia hèn mọn của vùng Balkan) "đã phát hiện ra một sự thật hiển nhiên, là nước giàu có thì có nhiều thứ để mất nhất trong chiến tranh, và mỗi quốc gia đều ước muốn hòa bình trên hết". Một trong những thành viên người Anh của ủy ban này là Henry Noel Brailsford - người ủng hộ trung thành đảng Lao động Độc lập và tác giả cuốn sách chỉ trích mạnh mẽ ngành công nghiệp vũ trang (cuốn *The War of Steel and Gold* [Cuộc chiến tranh của thép và vàng]) - đã tuyên bố:

Ở châu Âu, thời đại của chinh phục đã qua rồi và ngoại trừ ở Balkan,

cùng ở vùng ven rìa các đế quốc Áo và Nga, có lẽ, một điều chắc chắn trong chính trị là biên giới các quốc gia dân tộc của chúng ta cuối cùng đã được vẽ xong. Cá nhân tôi tin tưởng rằng sẽ không còn có thêm cuộc chiến tranh nào nữa giữa sáu cường quốc [548]. [549]

Các thị trường tài chính lúc đầu đã nhún vai bỏ qua vụ Gavrilo Princip ám sát người thừa kế ngai vàng Áo là Thái tử Franz Ferdinand tại thủ đô Sarajevo của Bosnia ngày 28/6/1914. Chỉ đến ngày 22/7 thì báo chí tài chính mới bày tỏ một nỗi lo ngại thực sự nào đó, là cuộc khủng hoảng Balkan có thể sẽ leo thang thành cái gì đó lớn hơn và nguy hiểm hơn về kinh tế. Tuy nhiên, khi các nhà đầu tư hiểu ra một cách muộn màng về khả năng có thể xảy ra một cuộc chiến tranh trên quy mô toàn châu Âu thì thanh khoản đã bị hút sạch khỏi nền kinh tế thế giới như thể cái bồn tắm bung mất đáy. Triệu chứng đầu tiên của cuộc khủng hoảng là việc tăng phí bảo hiểm vận tải đường biển tiếp sau tối hậu thư của Áo cho Serbia (trong đó đòi hỏi, ngoài những thứ khác, rằng các quan chức Áo phải được phép đến Serbia để tìm kiếm chứng cứ về sự đồng lõa của Belgrade trong vụ ám sát). Giá trái phiếu và cổ phiếu bắt đầu trượt xuống khi các nhà đầu tư thận trọng tìm cách tăng tính thanh khoản cho mình bằng cách chuyển dịch sang tiền mặt. Các nhà đầu tư châu Âu đã nhanh chóng đi đầu bán các chứng khoán Nga, tiếp theo sau họ là các nhà đầu tư Mỹ. Tỷ giá hối đoái diễn biến rối loạn trước việc các nhà cho vay xuyên biên giới tìm cách hồi hương tiền của mình: đồng bảng Anh và franc Pháp thì lên giá, trong khi đồng rúp Nga và đô la Mỹ thì mất giá. [550] Đến ngày 30/7 sự hỗn loạn đã ngự trị trên hầu hết các thị trường tài chính. [551] Các công ty đầu tiên bắt đầu chịu áp lực ở London là những kẻ đầu cơ tại Sở Giao dịch Chứng khoán, vốn dựa chủ yếu vào việc vay tiền để huy động tài chính mua cổ phiếu. Khi lệnh bán bắt đầu ập đến, giá trị các cổ phiếu họ nắm giữ đã tụt xuống dưới giá trị nợ của họ, điều đã buộc một số công ty (đáng chú ý nhất là Derenberg & Co.) phải tuyên bố phá sản. Cũng chịu áp lực còn có các nhà môi giới thương phiếu ở London, trong số đó nhiều công ty là chủ nợ những khoản tiền lớn với các đối tác ở châu Âu lục địa hiện không có khả năng hoặc không muốn trả nợ. Những khó khăn ấy sau đó lại tác động lên các cơ sở chấp nhận hối phiếu (tức là các ngân hàng thương mại tinh hoa); họ sẽ nằm ở tuyến đầu nếu như những người nước ngoài vỡ nợ, bởi vì họ là người chấp nhận các hối phiếu. Nếu các cơ sở chấp nhận hối phiếu sụp đổ, thì các nhà môi giới hối phiếu cũng sẽ chìm xuồng cùng với họ, và có thể là cả các ngân hàng cổ phần lớn hơn, những nơi hằng ngày cho thị trường chiết khấu vay hàng triệu đồng ngắn hạn. Quyết định của các ngân hàng cổ phần đòi lại các khoản cho vay càng làm trầm trọng thêm cái mà ngày nay chúng ta gọi là sự đổ vỡ tín dụng (credit crunch). [552] Khi mà ai ai cũng tranh nhau bán tài sản và tăng thanh

khoản của mình, giá chứng khoán sụt mạnh, gây tổn thương cho các nhà môi giới và những ai khác đã vay tiền bằng cách sử dụng cổ phiếu làm thế chấp. Khách hàng trong nước bắt đầu lo sợ một cuộc khủng hoảng ngân hàng. Những dãy người xếp hàng dài xuất hiện khi người ta tìm cách đổi tiền giấy lấy tiền xu bằng vàng tại Ngân hàng Anh. [553] Kết quả là London tạm ngưng vai trò làm trung tâm tín dụng quốc tế, khiến cuộc khủng hoảng mở rộng từ châu Âu ra khắp thế giới.

Có lẽ đặc điểm nổi bật nhất của cuộc khủng hoảng năm 1914 là việc đóng cửa các thị trường chứng khoán lớn của thế giới trong các khoảng thời gian nhiều nhất đến năm tháng. Thị trường Vienna đóng cửa đầu tiên (27/7). Đến ngày 30/7, tất cả các thị trường chứng khoán ở châu Âu lục địa đều đóng cửa theo. Ngày hôm sau, thị trường London và New York cũng buộc phải đi theo cách đó. Mặc dù một ngày kết toán muộn màng vẫn được tiến hành khá suôn sẻ vào 18/11, Sở Giao dịch Chứng khoán London không mở cửa lại cho đến tận ngày 4/1/1915. Chưa từng có điều gì như thế xảy ra kể từ khi thị trường này được thành lập năm 1773. [554] Thị trường New York được mở lại cho giao dịch giới hạn (chỉ bán trái phiếu lấy tiền) vào ngày 28/11, song phải đến ngày 1/4/1915 mới trở lại hoạt động không giới hạn. [555] Song thị trường chứng khoán không phải là các thị trường duy nhất bị đóng cửa trong cuộc khủng hoảng này. Hầu hết các thị trường hàng hóa Mỹ cũng buộc phải ngừng giao dịch, và hầu hết các thị trường hối đoái của châu Âu cũng vậy. Chẳng hạn, Sở Giao dịch Hoàng gia London đã đóng cửa cho đến ngày 17/9. [556] Có vẻ như, nếu các thị trường không đóng cửa, thì sự sụp đổ về giá cả hẳn sẽ đến mức cực điểm như năm 1929, nếu không nói là tồi tệ hơn. Không một hành động khủng bố được nhà nước bảo trợ nào lại có hậu quả tài chính to lớn hơn là hành động của Gavrilo Princip năm 1914.

Việc áp dụng bản vị vàng hầu như khắp thế giới đã từng được xem là một thuận lợi cho các nhà đầu tư. Tuy nhiên, trong cuộc khủng hoảng năm 1914, điều đó lại có xu hướng làm trầm trọng thêm cuộc khủng hoảng thanh khoản. Một số ngân hàng trung ương (đặc biệt là Ngân hàng Anh) trên thực tế đã nâng lãi suất chiết khấu trong giai đoạn đầu của cuộc khủng hoảng, một cố gắng vô ích nhằm ngăn người nước ngoài chuyển vốn về nhà làm cạn kiệt dự trữ vàng. Lượng dự trữ vàng liệu có đủ dùng trong các tình thế khẩn cấp hay không đã từng là đề tài tranh luận nảy lửa trước chiến tranh; thực sự thì các cuộc tranh luận đó gần như là bằng chứng duy nhất cho thấy thế giới tài chính đã từng có một mảy may suy nghĩ nào về mối nguy đang nằm phía trước. [557] Tuy vậy bản vị vàng cũng không phải cách ràng buộc chặt chẽ gì hơn so với việc neo tỷ giá theo đồng đô la một cách không chính thức ở châu Á và Trung Đông ngày nay; trong tình thế khẩn cấp của chiến tranh, một loạt nước, bắt đầu từ Nga, đã mạnh tay đình chỉ khả năng chuyển đổi đồng tiền

của họ sang vàng. Ở cả Anh và Mỹ việc chuyển đổi vẫn diễn ra, nhưng hẳn nó đã bị đình chỉ nếu người ta cho là cần thiết. (Ngân hàng Anh được trao quyền đình chỉ Đạo luật Ngân hàng năm 1844, vốn áp đặt một mối tương quan không đổi giữa dự trữ của Ngân hàng Anh và lượng tiền giấy phát hành, song điều đó không tương đương với việc đình chỉ chi trả bằng tiền kim loại, việc có thể dễ dàng được duy trì ở mức dự trữ thấp hơn). Trong mỗi trường hợp, cuộc khủng hoảng đều thúc đẩy việc phát hành tiền giấy khẩn cấp: ở Anh là các tờ giấy bạc 1 bảng và 10 shilling; ở Mỹ là đồng tiền khẩn cấp mà các ngân hàng được phép phát hành theo Đạo luật Aldrich-Vreeland năm 1908. [558] Khi đó, cũng như hiện nay, giới chức chính quyền đã phản ứng lại cuộc khủng hoảng thanh khoản bằng cách in tiền.

Đó không phải là các biện pháp duy nhất được xem là cần thiết. Ở London, ngày "nghỉ lễ ngân hàng" vào thứ Hai 3/8 đã được kéo dài đến tận thứ Năm 6/8. Việc chi trả các hối phiếu đến hạn đã được hoãn lại một tháng theo tuyên bố của hoàng gia. Một lệnh hoãn trả nợ trong một tháng đối với tất cả các khoản chi đến hạn (trừ lương, thuế, lương hưu và những thứ tương tự như vậy) đã được vội vã đưa vào các pháp lệnh. (Các lệnh hoãn này sau đó được lần lượt gia hạn đến ngày 19/10 và 4/11.) Ngày 13/8 Bộ trưởng Tài chính đã trao cho Ngân hàng Anh lời bảo đảm rằng, nếu như ngân hàng này hạ giá tất cả các hối phiếu đã được chấp nhận trước ngày 4/8 (tức là khi chiến tranh được tuyên bố) "mà không truy đòi những người nắm giữ", thì Bộ Tài chính sẽ chịu phí tổn trước bất kỳ thiệt hại nào có thể gây ra cho Ngân hàng Anh. Điều này chẳng khác gì một sự giải cứu của chính phủ đối với các hãng chiết khấu; nó mở cửa cho sự mở rộng mạnh mẽ lượng tiền cơ sở, với việc các hối phiếu đổ vào ngân hàng để được giảm giá. Ngày 5/9, sự hỗ trợ này được mở rộng sang các cơ sở chấp nhận hối phiếu. [559] Cách thức có thể thay đổi ở nước này so với nước khác, song các kế sách nhìn chung là tương tự và ở một phạm vi chưa từng có tiền lệ: sự đóng cửa tạm thời các thị trường, lệnh hoãn trả các khoản nợ, việc phát hành tiền khẩn cấp của chính phủ, việc giải cứu các tổ chức dễ bị nguy hại nhất. Ở tất cả các khía cạnh này, các chính quyền đã sẵn sàng đi xa hơn nhiều so với những gì họ đã từng làm trước đây trong các cuộc khủng hoảng tài chính thuần túy. Như những gì từng xảy ra trong cuộc "chiến tranh thế giới" trước đây (chống lại nước Pháp cách mạng và sau đó là nước Pháp của Napoléon hơn một thế kỷ trước), cuộc chiến tranh năm 1914 được hiểu như một loại tình thế khẩn cấp đặc biệt, cho phép các biện pháp mà trong thời bình là không thể tưởng tượng được, kể cả việc (như một thượng nghị sĩ đảng Bảo thủ đã diễn đạt) "giải phóng cho các ngân hàng... khỏi tất cả các khoản trách nhiệm". [560]

Việc đóng cửa thị trường chứng khoán và sự can thiệp của chính quyền để cung cấp thanh khoản gần như đã ngăn chặn được tình trạng đổ xô bán rẻ tài

sản. Thị trường chứng khoán London đã sụt giảm 7% giá trị vào năm xảy ra đình chỉ giao dịch, còn trước cả khi cuộc chiến bắt đầu. Các số liệu rải rác về giao dịch trái phiếu (được tiến hành trên đường phố theo đúng nghĩa đen trong thời gian thị trường chứng khoán đóng cửa) cho ta một cảm nhận về tác hại đối với các nhà đầu tư, bất chấp các nỗ lực của giới chức trách. Đến cuối năm 1914, trái phiếu Nga đã giảm 8,8%, trái phiếu vô thời hạn Anh giảm 9,3%, trái phiếu *rente* Pháp giảm 13,2% và trái phiếu Áo giảm 23%. [561] Theo lời Patrick Shaw-Stewart từ ngân hàng Barings, đó là "một trong những điều tệ hại nhất mà London đã gặp phải kể từ khi ngành tài chính tồn tại". [562] Tuy nhiên, đó mới chỉ là sự khởi đầu. Trái với ảo tưởng về một cuộc "chiến tranh ngắn hạn" (phổ biến trong giới tài chính hơn là trong giới quân sự), còn đến 4 năm chém giết nữa, và một giai đoạn thiệt hại tài chính thậm chí còn dài hơn thế. Bất kỳ một nhà đầu tư nào quá dại dột hoặc quá yêu nước vẫn tiếp tục nắm giữ các chứng khoán viền vàng (các trái phiếu vô thời hạn của chính phủ hoặc các khoản vay chiến tranh của Anh) chắc hẳn sẽ phải chịu những thiệt hại được điều chỉnh theo lạm phát -46% vào năm 1920. Thậm chí tỷ suất lợi nhuận thực tế của các cổ phiếu cũng là con số âm (-27%). [563] Lạm phát ở Pháp và siêu lạm phát ở Đức thậm chí còn trừng phạt nặng nề hơn bất cứ ai quá liều lĩnh mà nắm giữ một lượng lớn đồng franc Pháp hoặc đồng mác Đức. Đến năm 1923, những người nắm giữ bất kỳ loại chứng khoán nào của Đức đã mất hết mọi thứ, mặc dù đạo luật định giá lại sau đó đã khôi phục một phần vốn ban đầu của họ. Những ai nắm giữ một lượng đáng kể các trái phiếu của Áo, Hungary, Thổ Nhĩ Kỳ và Nga cũng bị thiệt hại nặng nề - ngay cả khi các trái phiếu đó được định giá theo vàng - khi mà các đế chế Habsburg, Ottoman và Romanov tan vỡ dưới sức ép của một cuộc chiến tranh tổng lực. Các thiệt hại xảy đến đặc biệt bất ngờ và nặng nề đối với trường hợp trái phiếu Nga mà chế độ Bolshevik tuyên bố không trả nợ vào tháng 2/1918. Vào thời điểm đó, các trái phiếu 5% của Nga năm 1906 được giao dịch ở mức dưới 45% mệnh giá của chúng. Hy vọng về một sự dàn xếp nào đó với các nhà cho vay nước ngoài vẫn lởn vởn suốt trong thập niên 1920, thời kỳ các trái phiếu được giao dịch ở mức khoảng 20% giá trị danh nghĩa. Đến thập niên 1930 thì chúng trở thành vô giá trị. [564]

Bất chấp các nỗ lực hết sức mình của các chủ ngân hàng, những người vẫn cho ra mắt không biết mệt mỏi các khoản vay không có triển vọng nào, chẳng hạn như chi trả bồi thường chiến phí của Đức, rõ ràng là không còn có thể khôi phục lại trật tự cũ giữa hai cuộc chiến tranh về tính lưu động của vốn tự do. Các cuộc khủng hoảng tiền tệ, vỡ nợ, tranh cãi về chiến phí và nợ chiến tranh, và sau đó là sự bắt đầu cuộc Đại Suy thoái đã buộc ngày càng nhiều quốc gia phải áp đặt kiểm soát ngoại tệ và vốn cũng như đặt các mức thuế quan bảo hộ cùng các hạn chế thương mại khác, trong một nỗ lực vô ích

nhằm bảo toàn tài sản quốc gia, hy sinh hối đoái quốc tế. Chẳng hạn, ngày 19/10/1921, chính phủ Trung Quốc đã tuyên bố phá sản, và bắt đầu vỡ nợ đối với hầu như toàn bộ các khoản nợ nước ngoài. Đây là câu chuyện được lặp lại trên khắp thế giới, từ Thượng Hải đến Santiago, từ Moskva đến Mexico City. Đến cuối thập niên 1930, hầu hết các quốc gia trên thế giới, kể cả các nước giữ được tự do về chính trị, đã áp đặt các hạn chế lên thương mại, di cư và đầu tư như một chuyện tất nhiên. Một số quốc gia đã đạt tới sự tự cung tự cấp hầu như hoàn toàn về kinh tế (autarky), mẫu hình lý tưởng của một xã hội giải toàn cầu hóa. Một cách có ý thức hay vô ý thức, tất cả các chính phủ đều áp dụng trong thời bình các hạn chế về kinh tế đã được áp đặt lần đầu tiên trong khoảng thời gian từ năm 1914 đến 1918.

Những căn nguyên của Thế chiến thứ nhất đã trở nên rõ nét - chẳng bao lâu sau khi nó nổ ra. Chỉ đến khi đó thì lãnh tụ Bolshevik là Lenin mới nhận thấy rằng chiến tranh là hệ quả không thể tránh khỏi của cạnh tranh đế quốc. Chỉ đến khi đó những người theo chủ nghĩa tự do Mỹ mới hiểu ra rằng ngoại giao kín và tình trạng rối ren của các đồng minh châu Âu là những nguyên nhân chủ yếu gây ra xung đột. Người Pháp và người Anh hiển nhiên đổ tội cho người Đức; người Đức lại buộc tội người Pháp và người Anh. Đến nay, đã hơn chín mươi năm, các sử gia vẫn đang soi xét và sửa đổi các lập luận đó. Một số người đã truy lại nguồn gốc của cuộc chiến tranh là từ cuộc chạy đua hải quân vào giữa thập niên 1890; một số khác thì đổ cho các sự kiện ở Balkan sau năm 1907. Vậy thì tại sao, khi các nguyên nhân của cuộc chiến tranh đó ngày nay dường như nhiều và rõ ràng đến vậy, những người đương thời lúc đó lại không hề hay biết gì mãi cho đến tận vài ngày trước khi trận quyết chiến cuối cùng nổ ra? Một câu trả lời khả dĩ là tầm nhìn của họ bị mờ đi trước sự thừa thãi thanh khoản và sự trôi qua của thời gian. Kết hợp giữa toàn cầu hóa và cải cách tài chính đã làm thế giới dường như trở nên an toàn một cách chắc chắn đối với các nhà đầu tư. Hơn thế nữa, khi đó đã ba mươi tư năm trôi qua kể từ cuộc chiến tranh lớn cuối cùng ở châu Âu, giữa Đức và Pháp, và cuộc chiến tranh đó lại ngắn một cách nhân từ. Tất nhiên, xét về mặt địa chính trị, thế giới chưa hề là một nơi an toàn. Bất cứ bạn đọc nào của tờ lá cải *Daily Mail* cũng có thể thấy rằng cuộc chạy đua vũ trang ở châu Âu và sự cạnh tranh đế quốc một ngày nào đó có thể dẫn đến một cuộc chiến tranh lớn; thực sự, có cả một tiểu loại văn học hư cấu được ưa chuộng miêu tả những cuộc chiến tranh tưởng tượng giữa Anh và Đức. Tuy vậy những ngọn đèn trong các thị trường tài chính vẫn nhấp nháy màu xanh, chứ không phải màu đỏ, cho đến tận trước ngày xảy ra cuộc hủy diệt.

Ở đây cũng có một bài học cho thời đại của chúng ta. Kỷ nguyên thứ nhất của toàn cầu hóa đã mất ít nhất là một thế hệ mới đạt được. Song nó đã bị vỡ tan chỉ trong vài ngày. Và phải mất hơn hai thế hệ để sửa chữa lại những thiệt hại do súng đạn gây ra vào tháng 8/1914.

Các sát thủ kinh tế

Từ thập niên 1930 đến cuối thập niên 1960, tài chính quốc tế và ý tưởng toàn cầu hóa đã chìm vào giấc ngủ - một số người thậm chí còn coi là nó đã cáo chung. [565] Nói theo lời của nhà kinh tế người Mỹ Arthur Bloomfield trong một bài viết năm 1946:

Học thuyết hiện được đánh giá cao trong giới khoa học cũng như giới ngân hàng, cho rằng một biện pháp kiểm soát trực tiếp *mạnh mẽ đối với luồng di chuyển vốn tư nhân, đặc biệt là các hình thức vẫn được gọi là tiền nóng, sẽ là điều cần thiết đối với hầu hết các quốc gia không chỉ trong những năm trước mắt, mà cả trong dài hạn... Sự trở mặt mang tính lý luận này thể hiện nỗi thất vọng lan rộng trước hành vi mang tính hủy hoại của các luồng chuyển động vốn đó trong những năm giữa hai cuộc chiến tranh thế giới.* [566]

Tại vùng Bretton Woods, trên dãy White Mountains thuộc bang New Hampshire, các nước Đồng minh mà chẳng bao lâu nữa sẽ chiến thắng đã gặp nhau vào tháng 7/1944 để đề ra một kiến trúc tài chính mới cho thế giới hậu chiến. Trong trật tự mới này, thương mại sẽ được tự do hóa ngày càng mạnh, song những hạn chế đối với luồng di chuyển vốn thì sẽ phải giữ nguyên. Các tỷ giá hối đoái sẽ được giữ cố định, cũng giống như dưới thời bản vị vàng, nhưng bây giờ cái neo - một đồng tiền dự trữ quốc tế - sẽ phải là đồng đô la chứ không phải vàng (mặc dù bản thân đồng đô la trên lý thuyết sẽ vẫn có thể chuyển đổi thành vàng, và một lượng vàng lớn sẽ được giữ yên như một vật thiêng liêng tại Fort Knox). Nói theo lời của Keynes, một trong những kiến trúc sư chủ chốt của hệ thống Bretton Woods, "kiểm soát luồng di chuyển vốn" sẽ phải là "một đặc điểm thường trực của hệ thống tài chính sau chiến tranh". [567] Thậm chí những người đi du lịch cũng bị cấm mang quá một số tiền nhất định ra nước ngoài nếu các chính phủ cảm thấy không thể cho đồng nội tệ của mình chuyển đổi thành vàng được. Khi các lượng vốn di chuyển qua biên giới quốc gia, chúng sẽ phải di chuyển từ chính phủ này sang chính phủ khác, giống như Viện trợ Marshall [568] từ năm 1948 đến 1952 đã giúp hồi sinh Tây Âu bị tàn phá nặng nề. [569] Hai "chị em" đứng bảo vệ cho trật tự mới được thành lập ở Washington D.C., thủ đô của "thế giới tự do": Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF) và Ngân hàng Tái thiết và Phát triển Quốc tế, sau này (kết hợp với Hiệp hội Phát triển Quốc tế) được biết đến với cái tên Ngân hàng Thế giới. Theo lời của Chủ tịch Ngân hàng Thế giới hiện nay là Robert Zoellick, "IMF được xem là nơi điều tiết tỷ giá trao đổi ngoại tệ. Còn Ngân hàng Thế giới ban đầu được xem là nơi giúp xây dựng lại các quốc gia đã bị chiến tranh tàn phá. Thương mại tự do sẽ được hồi sinh. Song

luồng di chuyển vốn tự do bị khai trừ." Đây là cách trong một phần tư thế kỷ sau đó, các chính phủ đã giải quyết cái gọi là "bộ ba vấn đề đối nghịch", theo đó một quốc gia chỉ có thể lựa chọn hai trong số ba phương án chính sách sau:

1. tự do hoàn toàn cho các luồng di chuyển vốn qua biên giới;
2. một tỷ giá trao đổi ngoại tệ cố định;
3. một chính sách tiền tệ độc lập hướng vào các mục tiêu trong nước. [570]

Dưới hệ thống Bretton Woods, các quốc gia phương Tây đã lựa chọn phương án 2 và 3. Trên thực tế, xu hướng là kiểm soát vốn sẽ ngày càng chặt chẽ hơn chứ không phải là dễ dãi hơn. Một ví dụ phù hợp là Đạo luật Cân bằng Quyền lợi được Mỹ thông qua năm 1963, một đạo luật được thiết kế rõ ràng để không khuyến khích người Mỹ đầu tư vào các chứng khoán nước ngoài.

Tuy nhiên, vẫn luôn tồn tại sự không bền vững ở hệ thống Bretton Woods. Đối với Thế giới thứ ba, nhiều nỗ lực khác nhau nhằm bắt chước Kế hoạch Marshall thông qua các chương trình viện trợ liên chính phủ đã cho những kết quả thực sự đáng thất vọng. Dần dần, viện trợ - đặc biệt là của Mỹ - đã đi kèm các điều kiện về chính trị và quân sự mà không phải lúc nào cũng bảo vệ quyền lợi của các quốc gia tiếp nhận viện trợ. Thậm chí ngay cả khi không xảy ra điều đó, người ta cũng nghi ngại rằng liệu việc bơm vốn theo cách thức của các nhà kinh tế Mỹ như Walt Rostow [571] có phải là lời giải cho các vấn đề của hầu hết các nền kinh tế châu Phi, châu Á và Mỹ Latin hay không. Hầu hết viện trợ được giải ngân cho các quốc gia nghèo khổ, song phần lớn trong số đó hoặc là bị lãng phí vô ích, hoặc là bị rút ruột. [572] Trong khi Bretton Woods đã thành công trong việc tạo ra sự giàu có mới bằng cách hỗ trợ cho sự phục hồi của Tây Âu, thì nó chỉ làm các nhà đầu tư thất vọng khi họ thấy mức độ rủi ro nằm trong sự "thiên vị nhà" quá mức. Và trong khi nó đã cho phép các quốc gia buộc chính sách tiền tệ phải phục vụ mục tiêu lao động toàn dụng (full employment), thì hệ thống này lại tạo ra những xung đột tiềm tàng giữa phương án 2 và 3 của bộ ba đối nghịch. Vào cuối thập niên 1960 thâm hụt của khu vực công ở Mỹ tuy còn rất nhỏ bé so với mức ngày nay, song cũng đủ lớn để gây ra những lời than phiền từ Pháp, rằng Washington đang khai thác vị thế đồng tiền dự trữ của mình nhằm thu chênh lệch những chủ nợ nước ngoài của Mỹ bằng cách in thêm đồng đô la, chẳng khác gì các lãnh chúa thời Trung cổ đã khai thác vị thế độc quyền đúc tiền của họ để hạ thấp giá trị đồng tiền. Quyết định của chính quyền Nixon cắt đứt mối liên hệ cuối cùng với bản vị vàng (bằng việc chấm dứt chuyển đổi đô la ra vàng) vang lên như một hồi chuông báo tử cho Bretton Woods năm 1971. [573] Khi cuộc Chiến tranh Ả Rập-Israel và cuộc cấm vận dầu mỏ của Ả Rập nổ ra năm 1973, hầu hết các ngân hàng trung

ương tìm cách giảm nhẹ cơn sốc về giá bằng việc nới lỏng tín dụng, dẫn đến một cuộc khủng hoảng lạm phát đúng như cố vấn của Tướng de Gaulle là Jacques Rueff đã từng lo ngại. [574]

Với việc các đồng tiền lại được thả nổi và các thị trường ở nước ngoài như thị trường trái phiếu châu Âu (Eurobond) lại bừng lên, thập niên 1970 đã chứng kiến sự hồi sinh của xuất khẩu vốn phi chính phủ. Đặc biệt, các ngân hàng phương Tây đã mau chóng quay vòng thặng dư hiện tăng lên một cách nhanh chóng của các quốc gia xuất khẩu dầu mỏ. Khu vực mà các ngân hàng lựa chọn để cho vay những đồng đô la dầu mỏ của Trung Đông chính là khu vực ưa thích trước đây. Từ năm 1975 đến 1982, Mỹ Latin đã tăng gấp bốn lần các khoản vay nước ngoài từ 75 tỷ đô la lên trên 315 tỷ đô la. (Các quốc gia Đông Âu cũng bước vào thị trường vay vốn, một dấu hiệu chắc chắn về sự sụp đổ không thể tránh khỏi của khối Cộng sản này.) Sau đó, tháng 8/1982, Mexico tuyên bố rằng họ không còn có khả năng trả nợ nữa. Toàn bộ lục địa nằm chênh vênh trên bờ vực phá sản. Song đã qua rồi những ngày mà các nhà đầu tư có thể trông đợi các chính phủ của họ sẽ gửi pháo hạm đến khi chính phủ nước ngoài hành xử không đúng mực. Giờ đây, vai trò cảnh sát tài chính thuộc về hai nhà ngân hàng không vũ trang là Quỹ Tiền tệ Quốc tế và Ngân hàng Thế giới. Khẩu lệnh mới của hai tổ chức này là "có điều kiện": không có cải cách thì sẽ không có tiền. Cơ chế ưa thích của các tổ chức này là chương trình điều chỉnh cơ cấu. Và bộ chính sách mà các nước vay nợ buộc phải chấp nhận được mang tên gọi là Đồng thuận Washington, một danh mục mong muốn gồm mười chính sách kinh tế chắc hẳn sẽ làm cho cả chính quyền đế quốc Anh cách đó một trăm năm cũng phải vui sướng. [575] Chính sách thứ nhất là áp đặt quy tắc tài khóa để giảm thiểu hoặc chấm dứt thâm hụt ngân sách. Cơ sở tính thuế cần được mở rộng, còn mức thuế cần được hạ xuống. Phải để thị trường thiết lập lãi suất và tỷ giá. Thương mại, và nhất là các luồng vốn, phải được tự do hóa. Thế là bỗng nhiên đồng tiền "nóng", từng bị khai trừ thời Bretton Woods, lại nóng hổi trở lại.

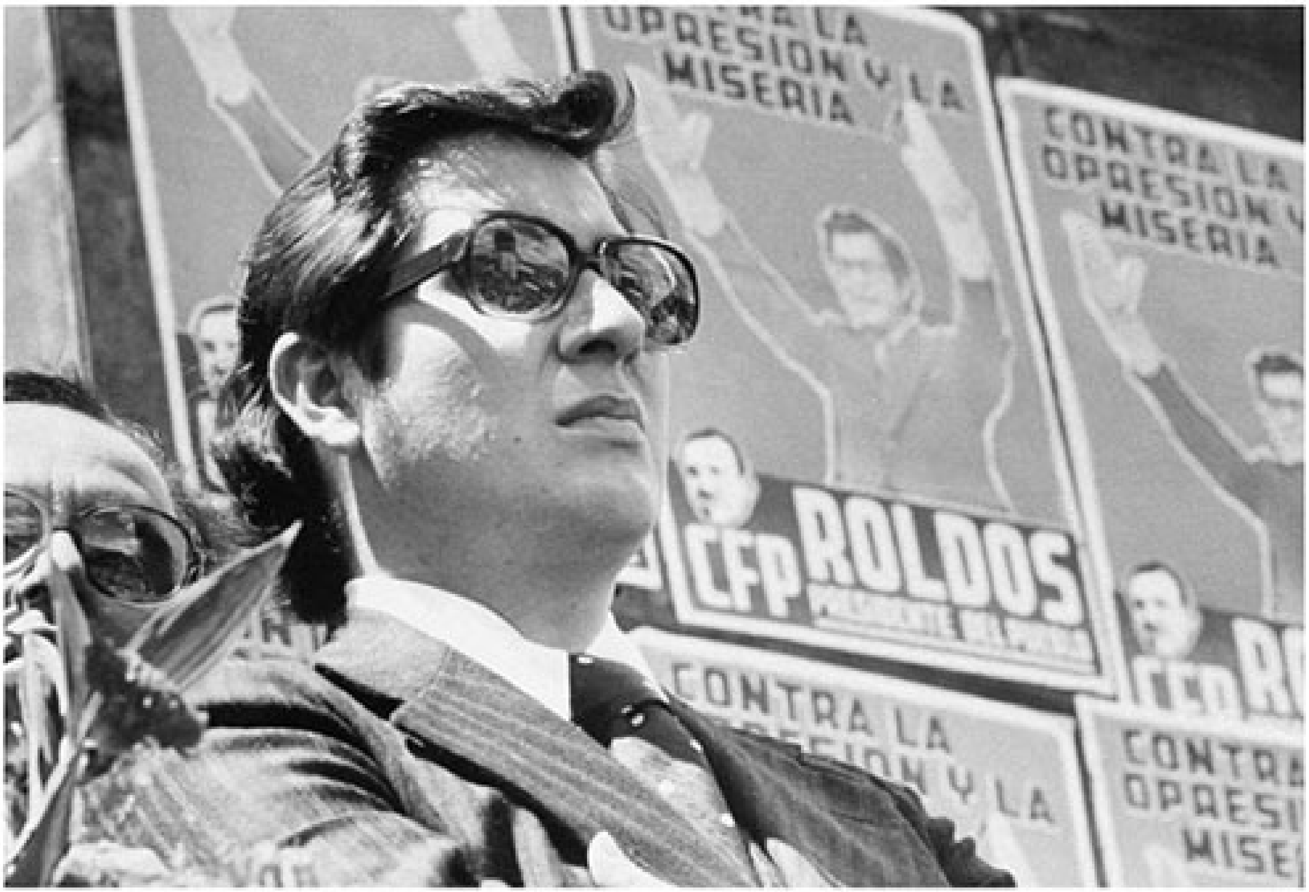
Tuy nhiên, đối với một số nhà phê bình thì Ngân hàng Thế giới và Quỹ Tiền tệ Quốc tế chẳng hơn gì nhân viên của chủ nghĩa đế quốc Mỹ muôn thuở. Bất cứ khoản vay nào từ IMF hoặc từ Ngân hàng Thế giới, họ bảo, rồi sẽ lại chỉ dùng để mua hàng hóa Mỹ từ các công ty của Mỹ - mà thường là vũ khí để duy trì các chế độ độc tài tàn bạo hoặc các tập đoàn đầu sỏ tham nhũng đang nắm quyền. Phí tổn từ "điều chỉnh cơ cấu" sẽ do chính các đối tượng không may nằm dưới những chính quyền này gánh chịu. Và lãnh đạo nào ở Thế giới thứ ba bước chệch ra khỏi đường lối này sẽ nhanh chóng nhận ra mình gặp phải khó khăn. Những điều đó đã trở thành các luận điểm phổ biến, đặc biệt là vào thập niên 1990, khi các cuộc biểu tình phản đối toàn

cầu hóa đã trở thành một đặc điểm thường thấy bên lề các hội nghị quốc tế. Khi xuất hiện trên các biểu ngữ hoặc trong tiếng la hét ầm ĩ của các đám đông thanh niên phương Tây béo tốt, những quan điểm như vậy có thể dễ dàng bị bác bỏ. Song khi mà lời buộc tội tương tự nhằm vào các định chế của Bretton Woods xuất phát từ chính những người trong cuộc trước đây, thì các vấn đề xứng đáng được xem xét thận trọng hơn.

Khi là kinh tế gia trưởng của công ty Chas. T. Main, Inc. có trụ sở ở Boston, John Perkins nói vậy, ông được thuê để đảm bảo rằng tiền mà IMF và Ngân hàng Thế giới cho các quốc gia như Ecuador và Panama vay sẽ được dùng để mua hàng hóa do các công ty Mỹ cung cấp. Theo Perkins, "các sát thủ kinh tế" như ông "được huấn luyện... để gây dựng nên đế chế Mỹ... để tạo ra các tình thế trong đó càng nhiều tài nguyên chảy vào đất nước này, vào các tập đoàn của chúng ta, vào các chính quyền của chúng ta càng tốt":

Đế chế này, không giống như bất kỳ đế chế nào khác trong lịch sử thế giới, được xây dựng chủ yếu thông qua sự thao túng kinh tế, thông qua lừa đảo, gian lận, thông qua việc dụ dỗ người khác vào lối sống của chúng ta, thông qua những sát thủ kinh tế... Công việc thực sự của tôi... là đưa các khoản cho vay tới các quốc gia, những khoản cho vay khổng lồ, lớn hơn rất nhiều so với mức họ có thể trả lại được... Khoản cho vay lớn này phần lớn quay trở lại nước Mỹ, còn quốc gia đi vay thì phải gánh khoản nợ cộng với lãi rất lớn, và thực tế họ trở thành đầy tớ của chúng ta, nô lệ của chúng ta. Đây là một đế chế. Không có cách diễn đạt nào khác. Đây là một đế chế khổng lồ. [576]

Theo cuốn sách *The Confessions of an Economic Hit Man* (Lời thú tội của một sát thủ kinh tế) của Perkins, hai lãnh tụ Mỹ Latin là Jaime Roldós Aguilera của Ecuador và Omar Torrijos của Panama đã bị ám sát năm 1981 vì đã chống lại cái mà tác giả gọi là "hội đồng môn những người đứng đầu tập đoàn, chính phủ và ngân hàng, có chung mục tiêu là đế chế toàn cầu". [577] Phải thú thực là có một cái gì đó trong câu chuyện mà mới nhìn qua đã thấy có vẻ hơi khác thường. Không phải là Mỹ đã cho Ecuador và Panama vay rất nhiều tiền. Trong thập niên 1970, tổng số tiền các nước này vay chỉ là 96 triệu đô la và 197 triệu đô la, chưa đến 0,4% tổng số viện trợ và cho vay của Mỹ. Và cũng không phải Ecuador và Panama là những khách hàng lớn của Mỹ. Năm 1990, hai quốc gia này chỉ chiếm tương ứng 0,17% và 0,22% tổng xuất khẩu của Mỹ. Những con số này có lẽ không đáng phải chém giết. Như Bob Zoellick đã diễn đạt, "Quỹ Tiền tệ Quốc tế và Ngân hàng Thế giới chọn các quốc gia đang bị khủng hoảng để cho vay tiền, chứ không phải các quốc gia mang lại các cơ hội khổng lồ cho doanh nghiệp Mỹ."



Jaime Roldós Aguilera của Ecuador...



...và Omar Torrijos của Panama: được cho là các nạn nhân của những "sát thủ kinh tế"

Mặc dù vậy, lời buộc tội chủ nghĩa đế quốc mới không chịu biến mất. Theo nhà kinh tế học được giải Nobel là Joseph Stiglitz, nguyên kinh tế gia trưởng tại Ngân hàng Thế giới từ năm 1997 đến 2000, thì IMF trong thập niên 1980 không chỉ "bảo vệ cho tính ưu việt của thị trường với một sự hăng hái về tư tưởng hệ" mà còn "có quan điểm khá đế quốc" về vai trò của mình. Hơn thế nữa, như Stiglitz lập luận, "rất nhiều trong số các chính sách mà IMF đã ép buộc, đặc biệt là việc tự do hóa thị trường vốn quá sớm, đã góp phần tạo ra sự bất ổn định trên toàn cầu... Công ăn việc làm bị hủy hoại một cách có hệ thống... [bởi vì] luồng chảy của dòng tiền nóng vào và ra khỏi quốc gia, thường diễn ra sau khi thị trường vốn được tự do hóa, luôn để lại sự tàn phá sau lưng... Thậm chí ngay cả những nước đã đạt được mức tăng

trưởng giới hạn cũng đã chứng kiến những lợi ích ấy tập trung vào những người khá giả hoặc rất khá giả." [578] Trong sự oán giận của ông đối với IMF (và Phố Wall), Stiglitz đã bỏ qua một thực tế là, không chỉ có các tổ chức đó đã ủng hộ cho sự trở lại của luồng vốn tự do trong thập niên 1980. Thực ra chính Tổ chức Hợp tác và Phát triển Kinh tế (OECD) đã san ủi để mở ra con đường tự do hóa, và tiếp theo sau (sau sự đổi màu của những người Pháp theo chủ nghĩa xã hội như Jacques Delors và Michel Camdessus) là ủy ban châu Âu và Hội đồng châu Âu. Trên thực tế, dường như đã có Đồng thuận Paris còn trước cả Đồng thuận Washington (mặc dù trên nhiều khía cạnh, nó được xây dựng dựa trên Đồng thuận Bonn có từ sớm hơn nhiều, ủng hộ các thị trường vốn tự do). [579] Ở London cũng vậy, chính phủ của Margaret Thatcher đã hối thúc việc đơn phương tự do hóa tài khoản vốn mà không hề có sự thúc ép nào từ phía Mỹ. Đúng hơn, chính chính quyền Reagan đã bước theo sự dẫn đường của Thatcher.

Lời than phiền lớn nhất của Stiglitz đối với IMF là tổ chức này đã phản ứng một cách sai lầm trước cuộc khủng hoảng tài chính châu Á năm 1997 khi cho vay tổng cộng là 95 tỷ đô la tới các quốc gia đang gặp khó khăn, song lại gắn với các điều kiện theo kiểu Đồng thuận Washington (như lãi suất cao hơn, thâm hụt ngân sách chính phủ thấp hơn), những thứ trên thực tế là nguyên nhân làm tồi tệ thêm cuộc Khủng hoảng đó. Quan điểm được nhắc lại phần nào bởi nhà kinh tế học và nhà bình luận Paul Krugman [580]. Không ai còn nghi ngờ về mức độ khốc liệt của cuộc Khủng hoảng 1997-1998. Ở những quốc gia như Indonesia, Malaysia, Hàn Quốc và Thái Lan, suy thoái nghiêm trọng đã xảy ra năm 1998. Song cả Stiglitz lẫn Krugman đều không đưa ra được một đề xuất nào thuyết phục để kiểm soát tốt hơn cuộc khủng hoảng Đông Á dựa trên các đường lối tiêu chuẩn trên tinh thần Keynes, trong đó các đồng tiền được phép thả nổi còn thâm hụt của chính phủ được phép tăng lên. Theo những lời lẽ gay gắt trong bức thư ngỏ gửi Stiglitz của Kenneth Rogoff, người đã trở thành kinh tế gia trưởng của IMF sau cuộc khủng hoảng châu Á:

Các chính phủ thường tìm đến sự hỗ trợ tài chính của IMF khi họ gặp khó khăn không tìm được những người mua khoản nợ của họ và khi giá trị đồng tiền của họ sụt giảm. Đơn thuốc của Stiglitz là tăng... thâm hụt ngân sách, có nghĩa là phát hành nhiều nợ hơn nữa và in nhiều tiền hơn nữa. Ông dường như tin rằng nếu một chính phủ đương cơn khốn quẫn phát hành thêm tiền giấy, tiền ấy sẽ đột nhiên có thêm giá trị trong mắt người dân. Ông dường như tin tưởng rằng một khi các nhà đầu tư không còn mong muốn nắm giữ nợ của chính phủ, tất cả những gì cần làm là chỉ việc tăng cung lên và trái phiếu sẽ bán chạy như là bánh mì nóng hổi. Chúng tôi tại IMF - không, hãy hiểu là chúng tôi trên hành tinh Trái đất này - có kinh nghiệm dày dặn hơn

để đề xuất một điều khác. Chúng tôi, những kẻ trần tục, đã phát hiện ra rằng khi một quốc gia đang trong tình trạng nguy khốn về ngân sách tìm cách thoát ra bằng việc in thêm tiền thì lạm phát sẽ tăng lên, mà thường là không thể kiểm soát nổi... Các định luật của kinh tế học có thể khác biệt ở góc vũ trụ của các ông, song ở đây, chúng tôi phát hiện ra rằng nếu một chính phủ hầu như đã phá sản không có khả năng giới hạn một cách đáng tin cậy lịch trình thâm hụt ngân sách, sự việc thường là sẽ trở nên tồi tệ hơn chứ không phải tốt đẹp hơn. [581]

Một điều chưa rõ ràng nữa là liệu việc Malaysia tạm thời áp đặt sự kiểm soát luồng vốn vào năm 1997 có tạo ra khác biệt đáng kể nào đối với nền kinh tế này trong thời gian khủng hoảng hay không. Krugman ít nhất cũng thừa nhận rằng các tổ chức tài chính của Đông Á, những người đã vay ngắn hạn bằng đồng đô la song lại cho vay dài hạn bằng đồng nội tệ của mình (thường là cho nhóm lợi ích), phải chịu phần lớn trách nhiệm về cuộc khủng hoảng này. Tuy nhiên, việc ông nói về sự quay trở lại của kinh tế học thời Đại Suy thoái lúc này xem ra có vẻ quá trớn. Chưa bao giờ xảy ra một cuộc Đại Suy thoái ở Đông Á (có lẽ ngoại trừ ở Nhật Bản, một nước khó có thể được xem là nạn nhân thói bất lương của IMF). Sau cú sốc năm 1998, tất cả các nền kinh tế bị ảnh hưởng đã nhanh chóng quay lại với tốc độ tăng trưởng nhanh - thực sự là tăng trưởng nhanh đến nỗi mà đến năm 2004 một số nhà bình luận đã đặt câu hỏi là liệu "hai chị em" của Bretton Woods có còn đóng bất kỳ một vai trò nào với tư cách là những nhà cho vay quốc tế. [582]

Thực ra, thập niên 1980 đã chứng kiến sự phát triển của một loại sát thủ kinh tế hoàn toàn khác, còn khủng khiếp hơn nhiều so với những kẻ mà Perkins đã mô tả, chính là bởi vì những kẻ đó thậm chí không bao giờ cần phải tìm cách dùng bạo lực để đạt được mục đích của mình. Đối với thế hệ mới này, "bắn trúng đích" có nghĩa là kiếm được một tỷ đô la từ một vụ đầu cơ đơn lẻ thành công. Với việc Chiến tranh Lạnh đang tiến dần đến điểm kết thúc, những tay sát thủ đó không có lợi ích thiết thực nào để phải theo đuổi chương trình nghị sự của chủ nghĩa đế quốc Mỹ; ngược lại, họ thường tuyên bố khuynh hướng chính trị thiên về tự do hơn là bảo thủ. Họ không làm việc cho các tổ chức thuộc khu vực công như IMF hoặc Ngân hàng Thế giới. Ngược lại, họ điều hành các doanh nghiệp hoàn toàn mang tính chất tư nhân, kín đáo đến nỗi thậm chí không có tên trên thị trường chứng khoán. Các doanh nghiệp này được gọi là các quỹ phòng hộ, thứ chúng ta đã gặp với tư cách là một hình thức quản trị rủi ro khác trong Chương 4. Cũng giống như sự nổi lên của Trung Quốc, sự nổi lên thậm chí còn nhanh hơn nhiều của các quỹ phòng hộ là một trong những thay đổi lớn nhất mà nền kinh tế toàn cầu đã chứng kiến kể từ sau Thế chiến thứ hai. Là những nguồn tập trung vốn điều tiết thấp [583], mang tính di động cao, các quỹ phòng hộ là hiện thân cho

sự trở lại của đồng tiền nóng sau cơn lạnh trầm kha ngự trị suốt từ lúc bắt đầu cuộc Đại Suy thoái cho tới khi kết thúc hệ thống Bretton Woods. Và thủ lĩnh trong các thủ lĩnh (*capo dei capi*) được thừa nhận trong số những sát thủ kinh tế mới là George Soros. Không phải ngẫu nhiên mà khi thủ tướng Malaysia là Mahathir Bin Mohamad muốn đổ lỗi cho một ai đó ngoài ông ta về cuộc khủng hoảng đã giáng xuống đồng ringgit vào tháng 8/1997, đó chính là Soros chứ không phải IMF, người mà ông ta đã gọi là "kẻ to xác bé đầu".

Là một người Do Thái sinh tại Hungary song được giáo dục ở London, George Soros đã di cư sang Mỹ năm 1956. Tại đây ông đã làm nên tiếng tăm của mình với tư cách nhà phân tích và sau đó là người đứng đầu bộ phận nghiên cứu tại một ngân hàng tên tuổi là Arnhold & S. Bleichroeder (hậu duệ trực tiếp của một ngân hàng tư nhân ở Berlin đã từng quản lý tiền bạc của Bismarck). [584] Như người ta có thể kỳ vọng từ một nhà trí thức Trung Âu, người đã đặt tên cho quỹ của mình là Quỹ Quantum (Lượng tử) để vinh danh Nguyên lý Bất định của nhà vật lý Werner Heisenberg, Soros tự xem mình là một triết gia hơn là một sát thủ. Cuốn sách của ông *The Alchemy of Finance* (Giả kim thuật tài chính, 1987) mở đầu bằng sự phê phán mạnh mẽ các giả định nền tảng của bộ môn kinh tế học, cho thấy ảnh hưởng của triết gia Karl Popper trong giai đoạn hình thành tư tưởng ban đầu của ông. [585] Theo lý thuyết ưu chuộng nhất của Soros về tính phản hồi (reflection), các thị trường tài chính không thể được xem là hiệu quả một cách hoàn hảo, bởi giá cả luôn phản chiếu sự vô minh cùng những thiên kiến, mà thường là thiếu lý trí, của hàng triệu nhà đầu tư. "Không chỉ đơn giản là những người tham gia vào thị trường mang thiên kiến," Soros lập luận, "mà thiên kiến của họ cũng có thể ảnh hưởng đến đường đi của các sự kiện. Điều đó có thể tạo ra cảm tưởng rằng các thị trường dự báo được chính xác những diễn biến trong tương lai, song trên thực tế không phải là các kỳ vọng hiện tại tương ứng với các sự kiện tương lai, mà các sự kiện tương lai được định hình bởi các kỳ vọng hiện tại." [586] Chính hiệu ứng ấy - thiên kiến của các nhà đầu tư ảnh hưởng đến kết quả của thị trường, kết quả của thị trường đến lượt nó lại thay đổi thiên kiến của các nhà đầu tư, rồi đến lượt nó lại ảnh hưởng đến kết quả của thị trường - là điều mà Soros gọi là tính phản hồi. Như ông đã diễn tả điều này trong cuốn sách mới đây nhất:

"... thị trường không bao giờ đạt đến điểm cân bằng như trong giả thuyết của lý thuyết kinh tế. Ở đây có một mối liên hệ phản hồi hai chiều giữa nhận thức và thực tế, gây ra các quá trình bùng-vỡ, hay các bong bóng, lúc ban đầu thì tự mạnh lên song cuối cùng sẽ tự thủ tiêu. Mỗi một bong bóng đều bao gồm một xu thế và một nhận thức sai lầm có tác động qua lại với nhau theo một cách có tính phản hồi ." [587]



George Soros: thủ lĩnh của quỹ phòng hộ và bậc thầy của thuyết phản hồi

Ban đầu được sáng chế ra để phòng hộ trước các rủi ro của thị trường bằng các vị thế bán [588], giúp kiếm được tiền nếu như một chứng khoán xuống giá, quỹ phòng hộ đã tạo ra một cỗ máy hoàn hảo cho Soros tận dụng sự hiểu biết sâu sắc của mình về các thị trường có tính phản hồi. Điều cần được nhấn mạnh là Soros cũng biết cách kiếm tiền từ các vị thế mua, tức là từ việc mua các tài sản với kỳ vọng là giá sẽ lên trong tương lai. Năm 1969, ông là một người mua bất động sản. Ba năm sau đó, ông cho các chứng khoán ngân hàng cất cánh. Năm 1971, ông là người mua chứng khoán Nhật

Bản. Năm 1972, ông là người mua dầu mỏ. Một năm sau, khi tất cả các vụ đánh cược đó đã thành công, ông nhận ra từ những lời than phiền của người Israel về chất lượng các thiết bị chiến tranh do Mỹ cung cấp trong Chiến tranh Yom Kippur, rằng sẽ cần có sự đầu tư lớn vào ngành công nghiệp quốc phòng của Mỹ. Và do vậy ông cũng đã mua các chứng khoán quốc phòng. [589] Trúng, trúng, trúng, trúng và lại trúng. Song những vụ làm ăn táo bạo nhất của Soros đến từ việc ông đã đoán trúng người thua chứ không phải kẻ thắng: chẳng hạn, công ty điện tín Western Union năm 1985, khi mà công nghệ fax đe dọa phá hủy công việc kinh doanh của hãng này, cũng như đồng đô la đã mất giá đúng ý ông sau Hiệp định Plaza của nhóm G5 ngày 22/9/1985. [590] Năm đó là một năm kỳ diệu đối với Soros, ông đã chứng kiến quỹ của mình tăng tới 122%. Song vụ lớn nhất trong tất cả các vụ bán của ông đã trở thành một trong những vụ đánh cược lừng lẫy nhất trong lịch sử tài chính Anh.

Phải thú thực là tôi có mối quan tâm cá nhân tới các sự kiện xảy ra vào ngày thứ Tư 16/9/1992. Hồi đó, tôi là trợ giảng tại Đại học Cambridge, đồng thời làm thêm ngoài giờ với tư cách là người viết xã luận cho báo. Tôi đã kết luận rằng một người đầu cơ như Soros có thể hạ gục Ngân hàng Anh nếu như diễn ra một cuộc thách đấu. Đây đơn giản là phép tính số học: một nghìn tỷ đô la được giao dịch hằng ngày trên các thị trường trao đổi ngoại hối đấu với lượng dự trữ tiền kim loại còm cõi của Ngân hàng Anh. Soros đã suy luận rằng phí tổn tăng cao của việc thống nhất nước Đức sẽ đẩy lãi suất lên, và do đó đẩy giá thị trường đồng mác Đức lên. Điều đó sẽ khiến cho chính sách của chính phủ đảng Bảo thủ là theo đuôi đồng tiền của Đức - được chính thức hóa khi Anh gia nhập Cơ chế Tỷ giá châu Âu (ERM) năm 1990 - trở nên không thể thực hiện nổi. Khi lãi suất tăng lên, nền kinh tế Anh chắc hẳn sẽ lao đao. Sớm hay muộn, chính phủ cũng sẽ buộc phải rút ra khỏi Cơ chế Tỷ giá châu Âu và phá giá đồng bảng Anh. Soros tin chắc rằng đồng bảng Anh sẽ mất giá, đến mức cuối cùng, ông đã đánh cược 10 tỷ đô la, nhiều hơn toàn bộ số vốn của quỹ ông, vào một loạt các giao dịch, trong đó thực chất là ông vay đồng bảng ở Anh và đầu tư vào đồng mác ở Đức (tại mức tỷ giá trước ngày 16/9 là khoảng 2,95 mác Đức đổi lấy một bảng). [591] Tôi cũng đồng tình rằng đồng bảng Anh sẽ bị phá giá, mặc dù tất cả những gì mà tôi có thể đánh cược chỉ là uy tín của bản thân. Câu chuyện tiếp theo là, tổng biên tập của tờ báo khu City mà tôi viết bài đã không đồng ý như vậy. Đêm hôm đó, sau khi được một vụ xạc ra trò trong cuộc họp buổi sáng của những người viết xã luận cho tờ báo với trưởng ban biên tập, tôi đã đến Nhà hát Quốc gia Anh để nghe vở kịch của Verdi *Sức mạnh của số phận*. Đây đúng là một lựa chọn cực kỳ thích hợp. Trong lúc giải lao một ai đó thông báo là Anh đã rút ra khỏi Cơ chế Tỷ giá châu Âu. Tất cả chúng tôi đã

vui mừng hỉ hả, và không có ai ầm ĩ hơn tôi (có lẽ chỉ trừ George Soros). Quỹ của ông đã kiếm thêm trên một tỷ đô la khi đồng bảng Anh sụt giá - cuối cùng đã sụt tới 20% - và điều đó đã cho phép Soros hoàn trả lại đồng bảng Anh mà ông đã vay trước đó song lúc này ở mức tỷ giá mới thấp hơn, và bỏ túi phần chênh lệch. Và vụ giao dịch đó cũng chỉ chiếm 40% toàn bộ lợi nhuận của ông trong năm đó. [592]

Thành công của Quỹ Quantum thật đáng kinh ngạc. Nếu một người nào đó đầu tư 100.000 đô la với Soros khi ông thành lập quỹ thứ hai của mình (Double Eagle, tên gọi ban đầu của Quantum) vào năm 1969 và sau đó tái đầu tư toàn bộ cổ tức thì người đó chắc hẳn sẽ có được một tài sản trị giá 130 triệu đô la vào năm 1994, với tốc độ tăng trưởng trung bình năm là 35%. [593] Sự khác biệt cơ bản giữa những sát thủ trước kia và ngày nay nằm ở hai điểm: thứ nhất là sự thiếu vắng, một cách lạnh lùng và có tính toán, lòng trung thành đối với bất kỳ một tổ quốc nào - đồng đô la Mỹ hay đồng bảng Anh đều có thể bị bán khống mà không sợ bị trừng phạt; thứ hai là quy mô lớn của lượng tiền mà những kẻ sát thủ thời nay đem ra đùa bỡn. "Vị thế mà ông hiện đang có lớn đến mức nào?" Có lần Soros hỏi đối tác của ông là Stanley Druckenmiller. "Một tỷ đô la," Druckenmiller trả lời. "Ông gọi đó là một vị thế ư?" là câu đáp trả đầy nhạo báng của Soros. [594] Đối với Soros, nếu một vụ đánh cược có vẻ khả quan như phi vụ của ông với đồng bảng Anh năm 1992, thì cần phải dùng một đòn bẩy tối đa cho nó. Quỹ phòng hộ của ông đã đi tiên phong trong việc dùng kỹ thuật vay từ các ngân hàng đầu tư nhằm đầu cơ cho vị thế bán hoặc mua vượt xa số vốn mà chính quỹ hiện đang có.



Sức mạnh của số phận: Bộ trưởng Tài chính Norman Lamont tuyên bố rút đồng bảng Anh ra khỏi Cơ chế Tỷ giá châu Âu, ngày 16/9/1992.

Song vẫn có các giới hạn nhất định đối với sức mạnh của các quỹ phòng hộ. Xét ở một khía cạnh, Soros và những người như ông đã cho thấy rằng thị trường có sức mạnh lớn hơn nhiều so với bất kỳ một chính phủ hay một ngân hàng trung ương nào. Song điều đó không có nghĩa là các quỹ phòng hộ luôn luôn có thể điều khiển được thị trường. Thành công của Soros có được là nhờ bản năng nhạy bén về hướng đi của "bầy đàn điện tử". Tuy nhiên, thậm chí ngay cả bản năng này của ông (thường phát tín hiệu bằng một cơn đau lưng) đôi khi cũng có thể nhầm lẫn. Tính phản hồi, như chính ông đã thừa nhận, là một trường hợp đặc biệt; nó không thống lĩnh thị trường trong tất cả các tuần của năm. Vậy nếu bản năng có thể được thay thế bằng toán học theo một cách nào đó thì sao? Nếu như bạn có thể viết một công thức số học không thể sai được để tính ra tỷ suất lợi nhuận hai chữ số thì sao? Ở phía bên kia của thế giới - thực ra là ở phía bên kia của thiên hà tài chính - dường như công thức đó vừa mới được tìm ra.

Quản lý tồi vốn ngắn hạn

Hãy hình dung một hành tinh khác - một hành tinh không có tất cả những

va chạm rắc rối do những con người đầy tính chủ quan và đôi khi rất thiếu lý trí gây nên. Đó là hành tinh nơi mọi người dân đều toàn tri như Thượng đế và hoàn toàn lý trí; nơi họ hấp thụ ngay lập tức mọi thông tin mới và sử dụng chúng để đạt được lợi nhuận cao nhất; nơi mà họ không bao giờ ngừng giao dịch làm ăn; nơi mà các thị trường hoạt động liên tục, không có ma sát (friction, tức chi phí giao dịch) và thanh khoản tuyệt đối. Các thị trường tài chính trên hành tinh đó sẽ đi theo "bước ngẫu nhiên", tức là giá cả của mỗi một ngày sẽ không liên quan gì đến giá cả của ngày hôm trước, nhưng lại phản ánh tất cả thông tin liên quan hiện có. Lợi nhuận của thị trường chứng khoán trên hành tinh đó sẽ được phân bố chuẩn dọc theo đường cong hình chuông (xem Chương 3), trong đó phần lớn các năm sẽ nằm quanh trị số trung bình, và hai phần ba số năm sẽ phân tán quanh trị trung bình trong vòng một độ lệch chuẩn. Trong một thế giới như vậy, việc bán ra chứng khoán với lợi nhuận "sáu độ lệch chuẩn" cũng hiếm hoi như việc ta gặp được những người cao khoảng 45 xăng ti mét trong thế giới của chúng ta vậy. Điều này sẽ chỉ xảy ra với xác suất một lần trong bốn triệu năm giao dịch. [595] Đây là một hành tinh do vài người trong số những nhà kinh tế học tài chính sáng láng nhất của thời đại ngày nay tưởng tượng ra. Có lẽ cũng chẳng đáng ngạc nhiên lắm, nếu hành tinh đó hóa ra lại trông giống Greenwich ở bang Connecticut, một trong những nơi tẻ nhạt nhất trên Trái đất này.

Năm 1993, hai thiên tài toán học đã tới Greenwich với một ý tưởng lớn. Cùng hợp tác chặt chẽ với Fisher Black đến từ tập đoàn Goldman Sachs, Myron Scholes của Đại học Stanford đã phát triển một lý thuyết mới có tính cách mạng về việc định giá quyền chọn. Giờ đây ông và nhà kinh tế học thứ ba là Robert Merton từ Trường Kinh doanh Harvard hy vọng sẽ biến cái gọi là mô hình Black-Scholes thành một cỗ máy kiếm tiền. Điểm xuất phát cho công trình học thuật của họ là một công cụ tài chính đã được thiết lập từ lâu dưới tên gọi hợp đồng quyền chọn, cách hoạt động (như chúng ta đã thấy ở Chương 4) là như thế này. Nếu chẳng hạn một chứng khoán nào đó có giá trị 100 đô la vào hôm nay và tôi tin tưởng rằng nó sẽ có giá trị cao hơn trong tương lai, ví dụ sau một năm nữa sẽ là 200 đô la, thì hẳn sẽ rất tốt nếu như ta có một lựa chọn được mua chứng khoán này tại thời điểm tương lai đó với giá chẳng hạn là 150 đô la. Nếu tôi dự đoán đúng, tôi sẽ kiếm được lợi nhuận. Nếu không, thì chẳng sao cả, đó chỉ là một phương án lựa chọn thôi, hãy quên nó đi. Chi phí duy nhất là giá trị của hợp đồng đó mà người bán bỏ túi. Một câu hỏi lớn là giá đó sẽ phải là bao nhiêu.

"Các nhà lượng hóa" (quant) - tức là các nhà phân tích có trình độ tiến sĩ về toán - đôi khi gọi mô hình định giá quyền chọn Black-Scholes là một cái hộp đen. Cũng rất đáng nhìn vào bên trong cái hộp này xem sao. Câu hỏi, xin nhắc lại, là làm thế nào để định giá một quyền chọn cho phép mua một chứng khoán nào đó tại một thời điểm nhất định trong tương lai, có tính đến

sự biến động không thể dự đoán được của giá chứng khoán đó trong giai đoạn từ giờ đến lúc ấy. Hãy tính toán giá của quyền chọn đó một cách chính xác, chứ không chỉ dựa vào việc đoán mò, và khi đó bạn thực sự xứng đáng với danh hiệu "nhà khoa học tên lửa". Black và Scholes đã lập luận rằng giá trị của quyền chọn phụ thuộc vào năm biến số: thị giá hiện tại của chứng khoán (S), giá thỏa thuận trong tương lai tại thời điểm hợp đồng có thể được thực hiện (X), ngày đến hạn của hợp đồng (T), mức lợi nhuận không chịu rủi ro (risk-free) trong toàn bộ nền kinh tế nói chung (r), và - biến số quyết định - mức độ biến động kỳ vọng hằng năm của chứng khoán đó, tức là sự biến động có thể xảy ra của giá chứng khoán đó trong khoảng thời gian từ khi mua cho đến kỳ hạn (σ). Dùng ma thuật tuyệt diệu bằng toán học, Black và Scholes đã lập được giá của quyền chọn (C) theo công thức sau:

$$C = SN(d_1) - Xe^{-rT}N(d_2)$$

$$d_1 = \frac{\log\left(\frac{S}{X}\right) + \left(r + \frac{\sigma^2}{2}\right)T}{\sigma\sqrt{T}} \text{ and } d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{T}$$

Bạn cảm thấy hơi rối rắm ư? Không thể hiểu được phép tính số học ư? Thành thực mà nói, tôi cũng cảm thấy rối rắm. Song đối với các nhà lượng hóa nó hoàn toàn bình thường. Để kiếm được tiền từ sự hiểu biết này, họ cần có các thị trường đầy ắp những người chẳng hiểu mô tê gì về việc định giá quyền chọn mà chỉ dựa vào dự đoán bản năng của họ (rất ít khi chính xác). Họ cũng cần rất nhiều sức mạnh máy tính, một sức mạnh đã biến đổi các thị trường tài chính kể từ đầu thập niên 1980. Tất cả những gì họ yêu cầu giờ đây là một đối tác với sự khôn khéo nhất định về thị trường, và họ có thể nhảy từ câu lạc bộ các nhà khoa học sang sàn giao dịch. Gục ngã bởi căn bệnh ung thư, Fisher Black đã không thể trở thành một đối tác như vậy. Thay vào đó, Merton và Scholes đã quay sang John Meriwether, nguyên là người đứng đầu nhóm buôn trái phiếu dựa vào chênh lệch giá tại Salomon Brothers, và là người đã làm nên cơ đồ đầu tiên từ sự sụp đổ các quỹ Tiết kiệm và Cho vay vào cuối thập niên 1980. Công ty mà họ lập ra năm 1994 được gọi là Quỹ Quản lý Vốn Dài hạn (LTCM).

Đây giống như một đội hình trong mơ: hai nhà lượng hóa nóng bỏng nhất của giới học thuật liên kết với một cựu siêu sao của Salomon cộng thêm với một cựu phó chủ tịch Cục Dự trữ Liên bang là David Mullins, một cựu giáo sư khác của Harvard là Eric.Rosenfeld và một nhóm các cựu giao dịch viên của Salomon (Victor Haghani, Larry Hilibrand và Hans Hufschmid). Các nhà đầu tư mà LTCM lôi kéo đến quỹ của mình chủ yếu là các ngân hàng lớn, trong đó có ngân hàng đầu tư Merrill Lynch ở New York và ngân hàng tư nhân Thụy Sĩ Julius Baer. Kẻ gia nhập bữa tiệc muộn hơn là một ngân

hàng Thụy Sĩ khác, UBS. [596] Mức đầu tư tối thiểu là 10 triệu đô la. Đổi lại, các đối tác sẽ nhận được 2% của các tài sản được đặt dưới sự quản lý của quỹ và 25% lợi nhuận (hầu hết các quỹ phòng hộ hiện nay yêu cầu 2 và 20, chứ không phải 2 và 25%). [597] Các nhà đầu tư sẽ bị giữ chân trong ba năm trước khi họ có thể rút ra. Một hãng khác ở Phố Wall là Bear Stearns cũng sẵn sàng thực hiện bất cứ giao dịch nào mà Quỹ Dài hạn muốn họ thực hiện.

Trong hai năm đầu tiên của mình, quỹ do LTCM quản lý đã kiếm được số tiền khổng lồ, cho tỷ suất lợi nhuận (thậm chí sau khi đã trừ đi các khoản phí nặng nề của quỹ) là 43% và 41%. Nếu như bạn đầu tư 10 triệu đô la vào Quỹ Dài hạn tháng 3/1994, khoản đầu tư ấy sẽ có giá trị trên 40 triệu đô la sau đó bốn năm. Đến tháng 9/1997, số vốn ròng của quỹ đứng ở con số 6,7 tỷ đô la. Tiền đầu tư của các đối tác đã tăng hơn 10 lần. Thật ra mà nói, để tạo ra các món lợi nhuận khổng lồ đó từ tập hợp các tài sản được quản lý đang không ngừng tăng lên, Quỹ Dài hạn đã phải đi vay, cũng giống George Soros vậy. Đòn bẩy bổ trợ này cho phép họ đánh cược nhiều hơn số tiền mà họ có. Vào cuối tháng 8/1997, số vốn của quỹ là 6,7 tỷ đô la, song số tài sản từ vay nợ trên bảng cân đối của quỹ lên đến 126,4 tỷ đô la, tức là tỷ lệ tài sản trên vốn là 19/1. [598] Đến tháng 4/1998, bảng cân đối đã đạt tới con số 134 tỷ đô la. Khi chúng ta nói về việc sang số (gear) lớn, hầu hết các học giả đều liên tưởng đến chiếc xe đạp của họ. Song khi Merton và Scholes nói như vậy thì họ ngụ ý rằng Quỹ Dài hạn đã vay hầu hết số tiền mà nó dùng để kinh doanh. Song núi nợ này không làm họ lo ngại. Các mô hình toán học của hai ông đã nói lên rằng hầu như không có rủi ro gì ở đây. Một lý do là quỹ đồng thời theo đuổi nhiều chiến lược kinh doanh đa dạng và không liên quan lẫn nhau: khoảng 100 chiến lược cả thảy, với tổng cộng 7.600 vị thế mua-bán khác nhau. [599] Một chiến lược có thể sai lầm, hoặc thậm chí là hai. Song tất cả các kiểu đánh cược khác nhau đó không thể nào cùng sai. Đó chính là vẻ đẹp của một danh mục đầu tư đa dạng hóa - một nhận định quan trọng khác của lý thuyết tài chính hiện đại, được xây dựng bởi Harry M. Markowitz, một nhà kinh tế học được đào tạo tại Chicago và làm việc cho Tập đoàn Rand vào đầu thập niên 1950, sau đó ý tưởng này được tiếp tục phát triển trong Mô hình Định giá Tài sản vốn (CAPM) của William Sharpe. [600]

Quỹ Dài hạn đã kiếm tiền bằng cách khai thác sự khác biệt về giá tại nhiều thị trường khác nhau. Tại thị trường cho vay mua nhà thế chấp với lãi suất cố định; tại các thị trường trái phiếu chính phủ của Mỹ, châu Âu và Nhật Bản; tại thị trường hoán đổi lãi suất phức tạp hơn nhiều [601] - thực tế là tại bất kỳ nơi nào mà các mô hình của họ phát hiện được sự khác thường về giá, trong đó hai tài sản hoặc hai hợp đồng quyền chọn về cơ bản là tương tự nhau lại có giá khác biệt nhau chút ít. Song vụ đánh cược lớn nhất mà công ty đã thực hiện, và là vụ đánh cược hầu như chắc chắn dựa trên công thức

Black-Scholes, là bán các hợp đồng quyền chọn dài hạn tại các thị trường chứng khoán Mỹ và châu Âu; nói cách khác là trao cho những người khác các quyền chọn mà họ có thể thực hiện nếu như trong tương lai có những thay đổi lớn về giá. Mức giá mà các quyền chọn này được bán năm 1998 cho thấy, theo công thức Black-Scholes, mức độ biến động trong tương lai cao một cách bất thường, tới 22% một năm. Do tin tưởng rằng mức độ biến động sẽ thực sự tiến về mức trung bình gần đây của nó là từ 10% đến 13%, Quỹ Dài hạn đã gom các quyền chọn này ở mức giá cao và bán chúng ở mức giá thấp. Các ngân hàng muốn tự bảo vệ mình trước biến động lớn hơn - chẳng hạn một vụ bán tháo của thị trường chứng khoán theo kiểu năm 1987 - là những người mua vào một cách sung sướng. Quỹ Dài hạn đã bán ra nhiều hợp đồng như vậy đến nỗi có một số người đã bắt đầu gọi quỹ bằng cái tên Ngân hàng Biến động Trung ương. [602] Tại mức đỉnh, quỹ đã kiếm được 40 triệu đô la trên mỗi điểm phần trăm thay đổi của độ biến động cổ phiếu Mỹ. [603]

Nghe có vẻ rất mạo hiểm chăng? Các nhà lượng hóa tại Quỹ Dài hạn thì không nghĩ như vậy. Trong số những điểm hấp dẫn của Quỹ Dài hạn là lời khẳng định rằng họ là một quỹ điều hòa theo thị trường - nói cách khác, họ không bị tổn hại bởi các biến động đáng kể trên bất kỳ một thị trường chứng khoán, thị trường trái phiếu hoặc thị trường tiền tệ chủ chốt nào. Cái gọi là sự phòng hộ động này đã cho phép họ bán ra các quyền chọn theo một chỉ số chứng khoán nào đó trong khi tránh được sự rủi ro với chính chỉ số đó. Hơn thế nữa, quỹ hầu như hoàn toàn không chịu rủi ro nào đối với các thị trường mới nổi. Điều này giống như thể Quỹ Dài hạn thực sự đang nằm trên một hành tinh khác, cách xa những dao động lên và xuống trần tục của ngành tài chính trên hành tinh Trái đất này. Trên thực tế, các đối tác của quỹ đã bắt đầu lo ngại rằng họ chưa lao vào đủ rủi ro [và bởi vậy chưa tối đa hóa lợi nhuận - ND]. Mục tiêu của họ là mức rủi ro tương ứng với mức dao động hằng năm (tức là độ lệch chuẩn) bằng 20% giá trị tài sản của họ. Trên thực tế, họ đã hoạt động ở mức gần bằng nửa mức đó (có nghĩa là tài sản của họ biến động lên và xuống trong khoảng không quá 10%). [604] Theo các mô hình Giá trị Rủi ro (Value at Risk) của công ty này, sẽ phải xảy ra một biến cố ở mức 10 σ (nói cách khác, 10 độ lệch chuẩn) thì mới có thể làm cho công ty bị mất toàn bộ vốn của mình chỉ trong một năm. Song xác suất xảy ra một sự kiện như vậy, như các nhà lượng hóa đã tính toán, là 1/1024 - hầu như là bằng không. [605]

Vào tháng 10/1997, như thể để chứng tỏ rằng LTCM thực sự là Quỹ Chuyên Gia, Merton và Scholes đã được tặng Giải thưởng Nobel về Kinh tế học. Ngày 31/12/1997, họ cùng các đối tác của mình đã tự tin đến mức trả lại 2,7 tỷ đô la cho các nhà đầu tư bên ngoài (ám chỉ một cách mạnh mẽ rằng

như vậy họ muốn tập trung nhiều hơn vào việc đầu tư bằng chính tiền của mình). [606] Điều đó dường như cho thấy rằng trí tuệ đã chiến thắng trực giác, khoa học tên lửa đã chiến thắng sự chấp nhận mạo hiểm. Được trang bị cái hộp đen kỳ diệu đó, các thành viên hợp danh tại LTCM dường như đã sắp làm giàu vượt xa cả những giấc mơ cuồng dại nhất của George Soros. Và sau đó, chỉ 5 tháng sau đó thôi, một điều đã xảy ra và đe dọa làm nổ tung hộp đen của những người được giải Nobel. Do những nguyên nhân hầu như chẳng ai thấy ngay được, các thị trường cổ phiếu bắt đầu lao xuống, và vì vậy mức biến động đã tăng lên thay vì giảm xuống. Và khi mức độ biến động càng lên cao - đạt tới đỉnh 27% vào tháng 6, gần gấp đôi mức dự kiến của Quỹ Dài hạn - thì số tiền bị mất càng lớn. Tháng 5/1998 là tháng tồi tệ chưa từng thấy của Quỹ Dài hạn: quỹ bị giảm mất 6,7%. Song đó mới chỉ là sự khởi đầu. Tháng 6/1998, quỹ bị giảm thêm 10,1%. Và khi giá trị tài sản của quỹ càng giảm đi thì đòn bẩy - tỷ lệ nợ trên vốn - càng tăng lên. Vào tháng 6/1998, tỷ lệ này lên đến 31/1. [607]

Trong tiến hóa, các vụ tuyệt chủng lớn thường do những cú va chạm từ bên ngoài, chẳng hạn như các thiên thạch đâm vào Trái đất. Một thiên thạch lớn đã đâm vào Greenwich tháng 7/1998, khi có tin rằng Salomon Smith Barney (chính là Salomon Brothers nhưng đã được đổi tên sau khi Travelers tiếp quản) đóng cửa nhóm kinh doanh trái phiếu Mỹ dựa vào chênh lệch giá. Đây là nơi mà Meriwether đã làm nên danh tiếng của mình tại Phố Wall và là hãng hầu như bắt chước nguyên xi các chiến lược kinh doanh của LTCM. Rõ ràng, các ông chủ mới của công ty không thích thú gì với thiệt hại mà họ phải chứng kiến kể từ tháng 5. Sau đó, vào ngày thứ Hai, 17/8/1998, tổn thất tiếp tục bởi một thiên thạch khổng lồ - không phải từ vũ trụ bên ngoài, mà từ một trong những thị trường mới nổi lên mong manh nhất Trái đất này - khi mà hệ thống tài chính ốm yếu của nước Nga sụp đổ, do bị suy yếu bởi các biến động về chính trị, sự sụt giảm các nguồn thu từ dầu mỏ và quá trình tư nhân hóa quá vụng về. Chính phủ Nga tuyệt vọng buộc phải tuyên bố không thanh toán mọi khoản nợ của mình (kể cả các trái phiếu trong nước được định giá bằng đồng rúp), và do vậy đã đổ thêm dầu vào ngọn lửa biến động đang cháy trên khắp các thị trường tài chính thế giới. [608] Xuất hiện tiếp ngay sau cuộc khủng hoảng châu Á vừa nổ ra năm trước đó, sự vỡ nợ của nước Nga đã có tác động lây lan sang các thị trường mới nổi khác, và cả một số thị trường ở nước phát triển nữa. Những chênh lệch có lãi (credit spread) bị thổi lên. [609] Các thị trường chứng khoán bị chìm xuống. Mức biến động của cổ phiếu lên đến 29%. Tại mức đỉnh nó đạt tới 45%, ám chỉ các chỉ số sẽ biến động 3% mỗi ngày trong năm năm tiếp theo đó. [610] Điều đó đáng lẽ không thể xảy ra, ít ra là theo mô hình rủi ro của Quỹ Dài hạn. Các nhà lượng hóa đã từng nói rằng Quỹ Dài hạn khó có thể mất quá 45 triệu đô la

chỉ trong một ngày. [611] Thứ Sáu, 21/8/1998, quỹ đã mất 550 triệu đô la, tức là 15% toàn bộ vốn của mình, đẩy tỷ lệ đòn bẩy của quỹ lên đến 42:1. [612] Các nhà giao dịch ở Greenwich đã nhìn vào màn hình với cái mồm há hốc và đôi mắt đờ đẫn. Điều đó không thể xảy ra được. Song nó đã xảy ra. Bỗng nhiên tất cả các thị trường khác nhau nơi mà Quỹ Dài hạn có thể gặp rủi ro đã cùng chuyển động theo một chiều, do vậy đã vô hiệu hóa sự phòng hộ được tạo ra từ việc đa dạng hóa. Nói theo ngôn ngữ của các nhà lượng hóa, các hệ số tương quan đã đều bằng một. Đến cuối tháng đó, Quỹ Dài hạn giảm 44%: thiệt hại trên 1,8 tỷ đô la. [613]

Tháng 8 thường là thời điểm thưa thớt giao dịch trên các thị trường tài chính. Hầu hết mọi người đều đã đi khỏi thành phố. John Meriwether khi đó đang ở phía bên kia thế giới, Bắc Kinh. Nhanh chóng quay về nhà, ông và các đối tác của mình đã tìm kiếm một cách tuyệt vọng một hiệp sĩ áo trắng đến cứu họ. Họ đã thử tìm đến Warren Buffett ở Omaha, Nebraska - bất chấp thực tế là mới chỉ vài tháng trước đó thôi, LTCM đã mạnh bạo bán khống các cổ phiếu của công ty của Buffett là Berkshire Hathaway. Ông ta đã từ chối. Ngày 21/8, họ đã miễn cưỡng hẹn gặp không ai khác ngoài George Soros. [614] Đây là sự hạ mình tối hậu: các nhà lượng hóa từ Hành tinh Tài chính đến cầu xin sự giải cứu từ một kẻ phàm tục đề xướng thuyết phản hồi thiếu lý trí và phi lượng hóa. Soros nhớ lại rằng ông đã "đồng ý sẽ cho Meriwether vay 500 triệu đô la nếu ông ta có thể tìm được thêm 500 triệu đô la nữa từ một người khác. Điều này dường như không có khả năng xảy ra..." JP Morgan đề nghị 200 triệu đô la. Goldman Sachs cũng đề nghị giúp. Song những người khác thì từ chối. Các bàn giao dịch của họ đã đánh hơi thấy máu. Nếu như Quỹ Dài hạn bị phá sản, họ chỉ muốn lấy tài sản thế chấp chứ không phải muốn mua các vị thế của Quỹ Dài hạn. Và họ cũng không thèm quan tâm nếu mức độ biến động có bùng nổ chăng nữa. Cuối cùng, do lo sợ rằng sự sụp đổ của Quỹ Dài hạn có thể châm ngòi cho một cuộc đổ vỡ toàn bộ Phố Wall, Ngân hàng Dự trữ Liên bang chi nhánh New York đã vội vàng làm môi giới cho một vụ giải cứu 3.625 tỷ đô la từ mười bốn ngân hàng trên Phố Wall. [615] Song các nhà đầu tư ban đầu - trong đó có một số ngân hàng chính trong số giải cứu và cả một số tay chơi nhỏ hơn như trường Đại học Pittsburgh - trong khi đó đã chứng kiến cổ phần của mình sụt giảm từ 4,9 tỷ đô la xuống chỉ còn 400 triệu đô la.

Cả mười sáu thành viên hợp doanh chỉ còn lại có 30 triệu, một phần nhỏ của số tài sản mà họ đã dự báo.

Điều gì đã xảy ra? Vì sao Soros lại dự đoán đúng đến vậy còn các bộ óc vĩ đại ở Quỹ Dài hạn lại sai lầm đến vậy? Một phần của vấn đề chính là việc các nhà sáng lập quỹ LTCM ở hành tinh khác đã quay trở lại Hành tinh Trái đất với một cú va đập mạnh. Bạn có nhớ các giả định cơ bản của công thức

Black-Scholes không? Các thị trường phải hiệu quả, nghĩa là sự biến động về giá chứng khoán là không thể dự báo được; các thị trường đó hoạt động liên tục, không ma sát và có tính thanh khoản tuyệt đối; và lợi nhuận từ các chứng khoán tuân theo phân bố chuẩn hình chuông. Người ta có thể cho rằng, càng có nhiều nhà kinh doanh học được cách vận dụng công thức Black-Scholes thì các thị trường tài chính sẽ trở nên càng hiệu quả hơn. [616] Song như John Maynard Keynes đã từng nhận định, trong một cuộc khủng hoảng "các thị trường có thể hoạt động thiếu lý trí lâu hơn thời gian bạn có thể còn khả năng trả nợ", về dài hạn, thế giới có lẽ sẽ ngày càng giống Hành tinh Tài chính hơn, tức là luôn logic một cách lạnh lùng. Song về ngắn hạn, đây vẫn là Hành tinh Trái đất thân yêu của chúng ta mà sống trên đó là những con người đầy cảm xúc, hoàn toàn có khả năng đột nhiên nhảy từ tham lam sang sợ hãi. Khi mà thiệt hại bắt đầu tăng cao thì nhiều người tham gia thị trường đã rút lui ngay khỏi thị trường, để lại cho quỹ LTCM một danh mục các tài sản khó thanh tiêu, không thể bán được ở bất kỳ mức giá nào. Hơn thế nữa, đó là một Hành tinh Trái đất chưa bao giờ hội nhập sâu sắc đến vậy, làm cho một vụ vỡ nợ ở nước Nga có thể gây ra mức biến động dữ dội trên toàn thế giới. "Có lẽ sai lầm của Quỹ Dài hạn," Myron Scholes trầm ngâm trong một cuộc phỏng vấn, "là đã... không nghĩ rằng thế giới đang ngày càng toàn cầu hóa." Meriwether cũng chia sẻ quan điểm này: "Bản chất của thế giới đã thay đổi, và chúng tôi đã không nhận ra điều đó." [617] Đặc biệt, do nhiều công ty khác đã bắt đầu tìm cách sao chép các chiến lược của Quỹ Dài hạn, nên khi mà tình hình trở nên trục trặc thì không chỉ có danh mục đầu tư của Quỹ Dài hạn bị tác động, "mà cứ như thể là toàn bộ siêu danh mục đầu tư bị chảy máu vậy". [618] Có một dạng hành động hoảng loạn theo kiểu bầy đàn để rút lui, trong đó các nhà quản lý cao cấp tại các ngân hàng lớn đòi hỏi các vị thế bị đóng lại ở bất kỳ mức giá nào.

Lập tức mọi thứ bỗng nhiên lao xuống. Như một nhà quản lý quỹ phòng hộ hàng đầu ở London đã diễn tả điều đó với Meriwether: "John, ông mới chính là hệ số tương quan."

Tuy nhiên, còn có một nguyên nhân khác giải thích vì sao LTCM lại sụp đổ. Các mô hình Giá trị Rủi ro (VaR) của hãng đã chỉ ra rằng thiệt hại mà Quỹ Dài hạn phải chịu trong tháng 8 là khó có thể xảy ra, đến mức có lẽ sẽ chẳng bao giờ xảy ra trong toàn bộ thời gian tồn tại của vũ trụ. Song đó là bởi vì mô hình này chỉ tính trên số liệu của 5 năm. Nếu như mô hình quay ngược trở lại thêm 11 năm nữa, chắc hẳn là số liệu đã ghi nhận vụ sụp đổ thị trường chứng khoán năm 1987. Nếu quay ngược lại 80 năm nữa, chắc hẳn là số liệu đã ghi nhận vụ vỡ nợ lớn cuối cùng của nước Nga xảy ra sau cuộc cách mạng năm 1917. Bản thân Meriwether, sinh ra năm 1947, đã buồn rầu nhận xét: "Nếu như tôi sống qua cuộc Đại Suy thoái, tôi chắc hẳn sẽ có điều

kiện hiểu các sự kiện tốt hơn." [619] Nói một cách thẳng thừng, các nhà đoạt giải Nobel biết rất nhiều thứ về toán học, song biết chưa đủ về lịch sử. Họ hiểu lý thuyết tuyệt diệu của Hành tinh Tài chính, song đã bỏ qua mất quá khứ hỗn độn của Hành tinh Trái đất. Và, nói một cách đơn giản, đó chính là lý do khiến Quỹ Quản lý Vốn Dài hạn rốt cuộc trở thành Quỹ Quản lý tồi Vốn Ngắn hạn.

Có thể giả định rằng sau sự sụp đổ thảm họa của LTCM, các quỹ phòng hộ định lượng chắc hẳn sẽ biến mất khỏi sân khấu tài chính. Bất luận thế nào thì sự sụp đổ đó, mặc dù rất ngoạn mục về quy mô, cũng không phải là quá bất bình thường. Trong số 1.308 quỹ phòng hộ được hình thành từ năm 1989 đến năm 1996, trên một phần ba (36,7%) đã chấm dứt tồn tại vào cuối giai đoạn đó. Trong giai đoạn đó, tuổi thọ trung bình của một quỹ phòng hộ chỉ có 40 tháng. [620] Vậy mà điều hoàn toàn ngược lại đã xảy ra. Không những không giảm đi, mà trong 10 năm gần đây các quỹ phòng hộ thuộc đủ mọi dạng đã bùng nổ về số lượng và về quy mô tài sản mà họ quản lý. Theo Nghiên cứu về Quỹ phòng hộ, năm 1990 chỉ có trên 600 quỹ phòng hộ nhưng lại quản lý tới khoảng 39 tỷ đô la giá trị tài sản. Đến năm 2000 có 3.873 quỹ với 490 tỷ đô la giá trị tài sản. Kể từ năm 1998 đã có một cuộc đổ xô đầu tư vào các quỹ phòng hộ (và vào các "quỹ của các quỹ" là các tổ chức gộp hoạt động của nhiều công ty). Nếu như trước đây các quỹ phòng hộ là nơi bảo vệ cho các cá nhân "có giá trị ròng cao" và các ngân hàng đầu tư, thì ngày nay chúng thu hút một số lượng ngày càng nhiều các quỹ lương hưu và quỹ đóng góp cho các trường đại học. [621] Xu thế này càng trở nên đáng chú ý hơn ở chỗ tỷ lệ mất khách vẫn cao; chỉ có một phần tư trong số có báo cáo năm 1996 là vẫn tồn tại vào cuối năm 2004. Năm 2006, 717 quỹ ngừng hoạt động, trong 9 tháng đầu năm 2007 thêm 409 quỹ. [622] Điều không được thừa nhận một cách rộng rãi là một số lượng lớn các quỹ phòng hộ lặng lẽ xịt hơi sau khi rầm rộ khai trương và không có khả năng đáp ứng được kỳ vọng của các nhà đầu tư.

Lời giải thích dễ thấy về sự bùng nổ số lượng quỹ phòng hộ này là chúng hoạt động tương đối tốt với tư cách là một lớp tài sản, với mức biến động tương đối thấp và độ tương quan với các cỗ máy đầu tư khác cũng thấp. Song lợi nhuận của các quỹ phòng hộ, theo Nghiên cứu về Quỹ phòng hộ cho biết, đang giảm xuống, từ 18% trong thập niên 1990 xuống còn 7,5% trong thời gian từ năm 2000 đến 2006. Hơn thế nữa, càng ngày quỹ phòng hộ càng bị nghi ngờ rằng lợi nhuận của chúng thực chất là sự phản ánh "alpha" (trình độ quản lý tài sản), chứ không phải "beta" (sự biến động chung của thị trường có thể nắm được thông qua một tập hợp các chỉ số thích hợp). [623] Một cách giải thích khác là các quỹ phòng hộ trong thời gian tồn tại đã làm giàu cho các nhà quản lý của chúng theo một cách đặc biệt quyến rũ. Năm

2007, George Soros kiếm được 2,9 tỷ đô la, đứng trên Ken Griffin của Citadel và James Simons của Renaissance, song đứng sau John Paulson là người đã kiếm được số tiền đáng kinh ngạc 3,7 tỷ đô la từ các vụ đánh cược cho vay mua nhà thế chấp dưới chuẩn. Như John Kay đã chỉ ra, nếu Warren Buffett yêu cầu mức phí đối với các nhà đầu tư vào Berkshire Hathaway là "2 và 20", ông ta chắc hẳn đã giữ lại cho mình 57 tỷ đô la trong số 62 tỷ đô la mà công ty của ông đã kiếm cho các cổ đông trong vòng 45 năm qua. [624] Soros, Griffin và Simons rõ ràng là những nhà quản lý ngoại hạng (mặc dù chắc chắn là không hơn được Buffett). Điều này giải thích vì sao các quỹ của họ, cùng với những kẻ vượt trội khác, đã phất lên một cách nhanh chóng trong thập niên vừa qua. Ngày nay, khoảng 390 quỹ đang quản lý số tài sản vượt quá 1 tỷ đô la. Một trăm quỹ đứng đầu hiện chiếm 75% toàn bộ tài sản của các quỹ phòng hộ; chỉ riêng mười quỹ đứng đầu đã quản lý 324 tỷ đô la. [625] Song chỉ cần một kẻ lừa đảo thuộc loại tầm thường cũng có thể kiếm được một đống tiền bằng cách lập ra một quỹ phòng hộ, để nhận 100 triệu đô la từ những nhà đầu tư cả tín và tuân theo chiến lược đơn giản nhất có thể sau:

1. Anh ta đem 100 triệu đô la mua các trái phiếu Kho bạc một năm với lãi suất 4%.

2. Điều đó cho phép anh ta bán ăn 10 xu trên mỗi đô la các quyền chọn có bảo đảm trị giá 100 triệu đô la, sẽ mang lại lợi nhuận nếu S&P 500 tụt mất hơn 20% trong năm tới.

3. Anh ta nhận được 10 triệu đô la từ việc bán các quyền chọn và mua thêm trái phiếu Kho bạc, cho phép anh ta bán thêm các quyền chọn trị giá 10 triệu đô la nữa, và mang lại thêm cho anh ta 1 triệu đô la.

4. Sau đó anh ta đi nghỉ một chuyến dài.

5. Đến cuối năm, xác suất S&P 500 không giảm 20% là bằng 90%, như vậy anh ta không nợ nần gì với những người nắm giữ hợp đồng.

6. Anh ta thêm vào số tiền kiếm được của mình -11 triệu đô la từ việc bán các quyền chọn cộng với 4% lãi từ 110 triệu đô la của trái phiếu Kho bạc - một lợi nhuận ngon lành 15,4% trước khi khai trừ chi phí.

7. Anh ta bỏ túi 2% số vốn do mình quản lý (2 triệu đô la) và 20% lợi nhuận nêu trên, chẳng hạn mức chuẩn là 4%, mang lại trên 4 triệu đô la lãi thực.

8. Xác suất gần 60% là quỹ sẽ hoạt động một cách trơn tru trên cơ sở này trong hơn năm năm mà không sợ S&P 500 giảm đến 20%, mà nếu trong trường hợp đó thì anh ta sẽ kiếm được 15 triệu đô la ngay cả khi không có thêm tiền mới chảy vào quỹ của anh ta, và thậm chí không cần phải tạo đòn bẩy cho các vị thế của mình. [626]

Liệu một cuộc khủng hoảng theo kiểu LTCM có tái diễn vào ngày nay,

mười năm sau - mà lần này trên một quy mô lớn và với sự dính líu của nhiều quỹ phòng hộ mà đến mức không có khả năng giải cứu? Liệu các ngân hàng của thế giới phương Tây ngày nay có bị ảnh hưởng bởi thiệt hại của các quỹ phòng hộ, và bởi những rủi ro ở bên đối tác liên quan, nhiều hơn so với thời điểm năm 1998? [627] Và nếu như vậy, thì ai sẽ đến để giải cứu họ lần này? Câu trả lời cho các câu hỏi đó không phải nằm ở một hành tinh khác, mà nằm ở phía bên kia của hành tinh này.

Chimerica - Trung-Hoa-Mỹ

Đối với nhiều người, lịch sử tài chính chỉ là nước chảy mây trôi trong trang sử ngày xưa, giống như lịch sử của Đế quốc Trung Hoa. Các thị trường đều có trí nhớ ngắn. Nhiều nhà kinh doanh trẻ hôm nay thậm chí còn chưa từng trải nghiệm cuộc Khủng hoảng châu Á giai đoạn 1997-98. Những ai bước vào ngành tài chính sau năm 2000 thì mới chỉ trải qua bảy năm lâng lâng (tính đến thời điểm viết cuốn sách). Các thị trường chứng khoán trên thế giới đang bùng nổ. Tương tự là các thị trường trái phiếu, thị trường hàng hóa và thị trường phái sinh. Trên thực tế, tất cả các lớp tài sản đều bùng nổ như vậy - đấy là chưa nói đến các tài sản được lợi khi các khoản lợi tức lên cao, từ rượu Bordeaux lâu năm đến các du thuyền sang trọng. Song những năm bùng nổ hiện thời cũng chính là những năm bí ẩn, khi mà thị trường vọt lên bất kể lãi suất tiết kiệm ngắn hạn tăng, mất cân đối thương mại rành rành và các rủi ro về chính trị tăng lên, đặc biệt là tại các khu vực xuất khẩu dầu mỏ quan trọng về kinh tế của thế giới. Chiếc chìa khóa để dẫn tới điều dường như là nghịch lý đó nằm ở Trung Quốc. [628]

Trùng Khánh, một tỉnh nằm trên hai bờ mấp mô của con sông Dương Tử hùng vĩ ngập màu phù sa, nằm sâu trong lòng Trung Quốc, cách các đặc khu kinh tế ven biển mà hầu hết người phương Tây thường ghé thăm tới trên một nghìn dặm. Song 32 triệu người dân của tỉnh này cũng được bắt kịp với sự kỳ diệu về kinh tế của thời đại ngang với những ai sống ở Hồng Kông hay Thượng Hải. Ở một mức độ nào đó, quá trình công nghiệp hóa và đô thị hóa diễn ra với tốc độ quá nhanh ở Trùng Khánh là kỳ công mới nhất và vĩ đại nhất của nền kinh tế kế hoạch hóa theo kiểu cộng sản. Ba mươi cây cầu, mười tuyến đường sắt hạng nhẹ và vô số tòa nhà cao tầng, tất cả đều hiện lên dưới làn sương lẫn khói như những đài tôn vinh quyền lực của nhà nước một đảng tập trung này. Song sự phát triển của Trùng Khánh còn là kết quả của việc kinh doanh tư nhân được giải phóng. Xét ở nhiều khía cạnh, bà Ngô Á Quân là hiện thân của sự giàu có mới xuất hiện ở Trung Quốc. Với tư cách là một trong những nhà xây dựng bất động sản hàng đầu Trùng Khánh, bà là một trong những phụ nữ giàu có nhất ở Trung Quốc, với tài sản trên 9 tỷ đô

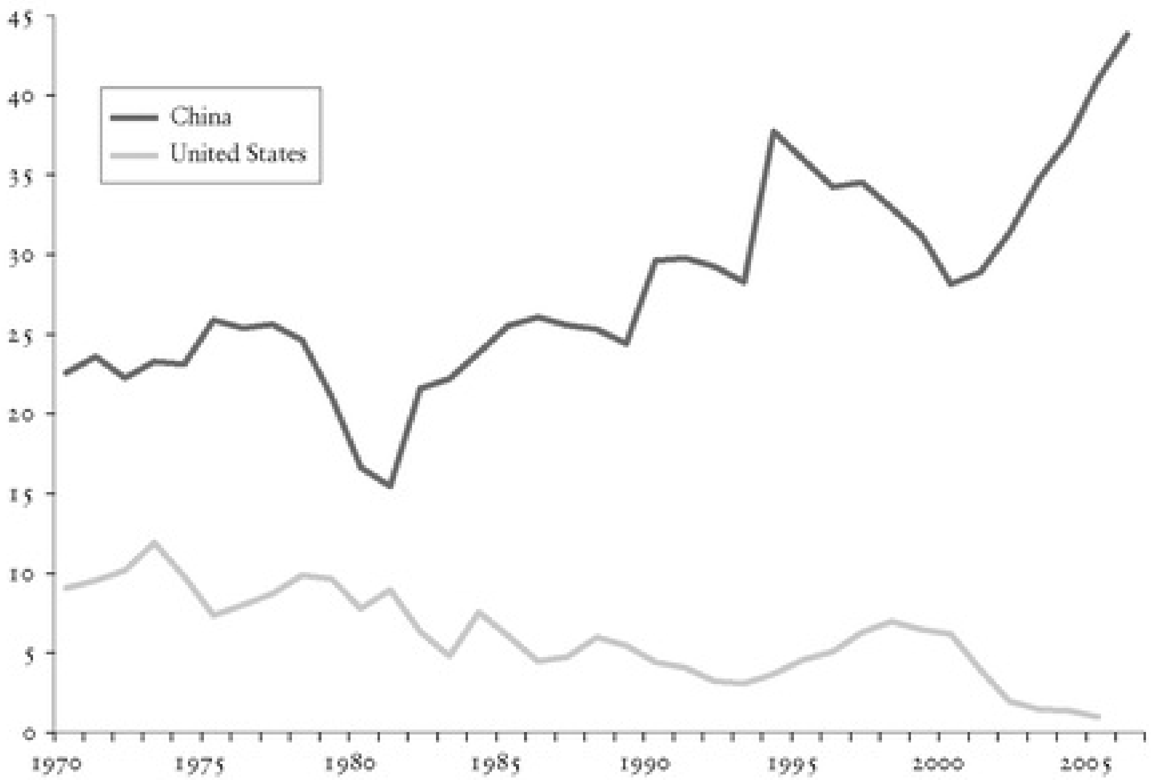
la - một sự tương phản sống với những người Scotland đã lập nên cơ nghiệp của họ ở Hồng Kông một thế kỷ trước. Hoặc hãy xem Doãn Minh Thiện. Bị cầm tù trong thời gian Đại Cách mạng Văn hóa, ông Doãn đã phát hiện ra thiên hướng thực sự của mình vào đầu thập niên 1990, sau khi nền kinh tế Trung Quốc được cải cách mở cửa. Chỉ trong vòng có mười lăm năm, ông đã xây dựng nên một doanh nghiệp 900 triệu đô la. Năm 2007, công ty Lợi Phàm (Lifan) của ông đã bán được trên 1,5 triệu động cơ xe máy và xe; hiện nay ông đang xuất khẩu sang Mỹ và châu Âu. Bà Ngô và ông Doãn chỉ là hai trong số hơn 345.000 triệu phú đô la hiện đang sống ở Trung Quốc.

Trung Quốc không chỉ đã bỏ xa quá khứ đế quốc của mình. Cho đến nay, nền kinh tế tăng trưởng nhanh nhất thế giới này còn tìm cách tránh được kiểu khủng hoảng đã định kỳ làm vỡ tung các thị trường mới nổi khác. Bằng cách phá giá đồng nhân dân tệ năm 1994 và duy trì sự kiểm soát các luồng vốn trong suốt giai đoạn cải cách kinh tế, Trung Quốc đã tránh khỏi bị thiệt hại bởi cuộc khủng hoảng tiền tệ trong các năm 1997-98. Khi người Trung Quốc muốn lôi kéo vốn nước ngoài, họ yêu cầu vốn đó phải dưới dạng đầu tư trực tiếp. Điều đó có nghĩa là thay vì vay từ các ngân hàng phương Tây để tài trợ cho sự phát triển công nghiệp của mình, như nhiều thị trường mới nổi khác đã làm, họ cho người nước ngoài xây dựng nhà máy tại các đặc khu kinh tế ở Trung Quốc - những khối tài sản lớn khó có thể rút ra một cách dễ dàng trong trường hợp xảy ra khủng hoảng. Tuy nhiên, điểm mấu chốt là ở chỗ phần lớn đầu tư của Trung Quốc được tài trợ từ tiền tiết kiệm của chính Trung Quốc (và từ cộng đồng người Trung Quốc ở nước ngoài). Rất thận trọng sau nhiều năm bất ổn và chưa quen với vô vàn phương tiện tín dụng mà chúng ta đang có ở phương Tây, các hộ gia đình Trung Quốc tiết kiệm với tỷ lệ cao một cách bất bình thường từ thu nhập đang tăng lên của họ, tương phản rõ rệt với người Mỹ là những người mà trong những năm gần đây hầu như không tiết kiệm một chút nào. Các công ty của Trung Quốc gửi tiết kiệm một tỷ lệ còn lớn hơn từ lợi nhuận tăng vọt của họ. Tiết kiệm đã dư dả đến nỗi lần đầu tiên sau nhiều thế kỷ, hướng di chuyển của luồng vốn giờ đây không phải từ Tây sang Đông, mà từ Đông sang Tây. Và đó là một luồng vốn khổng lồ. Năm 2007, nước Mỹ cần phải vay khoảng 800 tỷ đô la từ các nước khác; tức là trên 4 tỷ đô la mỗi một ngày làm việc. Ngược lại, Trung Quốc đã tạo ra một thặng dư cán cân vãng lai là 262 tỷ đô la, tương đương với hơn một phần tư thâm hụt của Mỹ. Và một phần tương đối lớn từ thặng dư đó cuối cùng lại được cho nước Mỹ vay. Thực sự thì nước Cộng hòa Nhân dân Trung Hoa đã trở thành ngân hàng của Hợp chủng quốc Hoa Kỳ.

Mới thoáng nhìn, điều đó trông có vẻ thật kỳ quặc. Ngày nay một người Mỹ trung bình kiếm được 34.000 đô la một năm. Bất chấp sự giàu có của những người như Ngô Á Quân và Doãn Minh Thiện, một người Trung Quốc

trung bình đang sống với chưa đầy 2.000 đô la một năm. Vì sao, về thực chất, người Trung Quốc lại muốn cho người giàu hơn mình 22 lần vay tiền? Câu trả lời là, cho đến tận gần đây cách tốt nhất để Trung Quốc có thể sử dụng lao động từ dân số khổng lồ của mình là thông qua việc xuất khẩu hàng chế tác tới người tiêu dùng chi tiêu vô độ ở Mỹ. Để đảm bảo rằng các hàng hóa xuất khẩu đó được bán rẻ tới mức khó có thể cưỡng lại được, Trung Quốc đã phải vật lộn với xu thế đồng tiền Trung Quốc đang trở nên mạnh thêm so với đồng đô la, bằng cách mua vào hàng tỷ đô la theo đúng nghĩa đen trên các thị trường quốc tế - một phần hệ thống neo tiền tệ châu Á mà một số nhà bình luận đã gán cho cái tên là Bretton Woods II. [629] Năm 2006, số đô la mà Trung Quốc nắm giữ đã hầu như chắc chắn vượt qua mốc 1.000 tỷ đô la. (Đáng lưu ý, mức tăng ròng dự trữ ngoại hối của Trung Quốc hầu như đúng bằng mức phát hành ròng trái phiếu của Bộ Tài chính Mỹ và các cơ quan chính phủ khác của Mỹ.) Trong khi đó, xét từ quan điểm của Mỹ, cách tốt nhất để tiếp tục duy trì tình hình tốt đẹp trong những năm gần đây là nhập khẩu hàng hóa Trung Quốc với giá rẻ. Hơn thế nữa, bằng cách chuyển nguồn sản xuất hàng chế tác sang Trung Quốc, các công ty Mỹ còn có thể thu lợi từ lao động giá rẻ. Và, điều quan trọng nữa, là bằng cách bán hàng tỷ đô la trái phiếu cho Ngân hàng Nhân dân Trung Hoa, nước Mỹ đã có thể tận hưởng mức lãi suất tiết kiệm thấp hơn đáng kể so với những tình huống khác.

Tỷ lệ tiết kiệm quốc gia ròng (%) trên tổng thu nhập quốc dân, 1970-2006



Xin kính chào cặp đôi quốc gia tuyệt diệu "Chimerica" - Trung Hoa cộng

với Mỹ - một cặp chiếm trên một phần mười diện tích mặt đất của thế giới, một phần tư dân số thế giới, một phần ba tổng sản lượng kinh tế thế giới và trên một nửa tăng trưởng kinh tế toàn cầu trong tám năm gần đây. Có lúc điều này dường như là một cuộc hôn nhân do trời sắp đặt. Nửa bên Đông Trung-Hoa-Mỹ thì tiết kiệm. Nửa bên Tây thì tiêu xài. Nhập khẩu từ Trung Quốc giữ cho lạm phát Mỹ ở mức thấp. Tiết kiệm của Trung Quốc giữ cho lãi suất Mỹ ở mức thấp. Lao động Trung Quốc giữ cho chi phí tiền công Mỹ ở mức thấp. Kết quả là rẻ hơn rất nhiều khi vay tiền và có lãi rất lớn khi vận hành một doanh nghiệp. Nhờ có Trung-Hoa-Mỹ mà lãi suất tiết kiệm thực toàn cầu - chi phí vay tiền sau khi đã điều chỉnh theo lạm phát - giảm hơn một phần ba so với mức trung bình trong vòng mười lăm năm gần đây. Nhờ có Trung-Hoa-Mỹ mà lợi nhuận doanh nghiệp của Mỹ năm 2006 cũng tăng khoảng chừng ấy lần so với tỷ trọng trên GDP trung bình của nó. Song có một cái bẫy ở đây. Trung Quốc muốn cho Mỹ vay bao nhiêu thì Mỹ vay bấy nhiêu. Nói cách khác, Trung-Hoa-Mỹ là nguyên nhân của sự tăng vọt về vay ngân hàng, phát hành trái phiếu và các hợp đồng phái sinh mới mà Hành tinh Tài chính đã chứng kiến kể từ năm 2000. Đó chính là nguyên nhân chủ yếu của sự bùng nổ số lượng các quỹ phòng hộ. Đó chính là nguyên nhân chủ yếu giải thích vì sao các công ty vốn tư nhân lại có thể vay tiền từ khắp nơi để tài trợ cho các vụ mua đứt bằng vốn vay. Và Trung-Hoa-Mỹ - hay là "sự thừa thãi tiết kiệm" châu Á, như Ben Bernanke đã gọi [630] - chính là nguyên nhân chủ yếu giải thích vì sao thị trường cho vay mua nhà thế chấp Mỹ lại tràn ngập tiền vào năm 2006 đến mức bạn có thể nhận được hợp đồng vay mua nhà thế chấp 100% mà không cần có thu nhập, việc làm hay tài sản.

Cuộc khủng hoảng vay mua nhà dưới chuẩn năm 2007 không quá khó dự báo, như chúng ta đã thấy. Điều khó dự đoán hơn nhiều là tại sao cuộc chấn động gây nên bởi cơn lũ các vụ vỡ nợ hợp đồng vay mua nhà tại một thị trường mới nổi của chính nước Mỹ, phát sinh trong lòng nước Mỹ, lại có thể gây ra cơn động đất tài chính lan qua khắp cả hệ thống tài chính phương Tây. Không có nhiều người hiểu được rằng sự vỡ nợ các hợp đồng vay mua nhà dưới chuẩn lại có thể phá hủy giá trị của các công cụ được bảo đảm bằng tài sản mới mẻ hấp dẫn, như các cam kết nợ có thế chấp (CDO). Không có nhiều người nhìn thấy rằng, khi quy mô của các thiệt hại đó tăng vọt thì cho vay liên ngân hàng đơn giản là bị khóa cứng lại và lãi suất yêu cầu đối với các nhà phát hành thương phiếu ngắn hạn và trái phiếu công ty sẽ nhảy vọt lên, dẫn đến sự bóp nghẹt hết sức đau đớn đối với tất cả các loại người vay của khu vực tư nhân. Không có nhiều người nhìn trước được rằng, sự sụp đổ tín dụng này sẽ làm cho một ngân hàng Anh phải hứng chịu vụ khách hàng đổ xô đến rút tiền lần đầu tiên kể từ năm 1866 và kết cuộc là bị quốc hữu hóa. Ngược trở lại tháng 7/2007, trước khi khó khăn bắt đầu xảy ra, một nhà quản lý quỹ phòng hộ Mỹ đã đánh cược với tôi 7 ăn 1 là sẽ không xảy ra suy

thoái ở Mỹ trong vòng năm năm tới đây. "Tôi đã cược là thế giới này sẽ không tiến đến sự cáo chung" ông ta thừa nhận sáu tháng sau đó. "Chúng tôi thua rồi." Hẳn rồi, ở thời điểm cuối tháng 5/2008, cuộc suy thoái của Mỹ có vẻ đã bắt đầu. Thế còn sự cáo chung của thế giới thì sao?

Đúng là khó có thể hình dung vào tháng 5/2008 là Trung Quốc (chưa nói gì tới các nước khác trong nhóm BRIC) lại sẽ có thể hoàn toàn không bị tổn hại gì bởi cuộc suy thoái ở Mỹ. Nước Mỹ vẫn là đối tác thương mại lớn nhất của Trung Quốc, chiếm khoảng một phần năm tổng kim ngạch xuất khẩu của Trung Quốc. Nhưng mặt khác, tầm quan trọng của xuất khẩu ròng đối với tăng trưởng của Trung Quốc đã giảm một cách đáng kể trong những năm gần đây. [631] Hơn thế nữa, việc tích lũy dự trữ ngoại hối của Trung Quốc đã đưa Bắc Kinh lên vị trí đầy sức mạnh là có thể đề nghị bơm vốn vào các ngân hàng đang vật lộn của Mỹ. Sự phát triển của các quỹ phòng hộ chỉ là một phần câu chuyện về sự chuyển hướng sau năm 1998 của nền tài chính toàn cầu. Điều thậm chí còn quan trọng hơn là sự phát triển của các quỹ lợi ích quốc gia (sovereign wealth fund), đơn vị pháp nhân được các quốc gia có thặng dư thương mại lớn thành lập để quản lý số của cải đang được tích tụ của họ. Đến cuối năm 2007, các quỹ lợi ích quốc gia đã quản lý khoảng 2.600 tỷ đô la, nhiều hơn tất cả các quỹ phòng hộ trên thế giới cộng lại, và không kém bao nhiêu so với các quỹ lương hưu chính phủ và dự trữ của các ngân hàng trung ương. Theo một dự báo của Morgan Stanley, trong vòng 15 năm các quỹ này có thể chạm mức tài sản 27.000 tỷ đô la - nhiều hơn 9% toàn bộ tài sản tài chính toàn cầu. Ngay từ năm 2007, các quỹ lợi ích quốc gia châu Á và Trung Đông đã chuyển sang đầu tư vào các công ty tài chính phương Tây, trong đó có Barclays, Bear Stearns, Citigroup, Merrill Lynch, Morgan Stanley, UBS và các công ty vốn cổ phần tư nhân Blackstone và Carlyle. Đã có lúc người ta cảm thấy như thể các quỹ lợi ích quốc gia sắp đạo diễn một cú giải cứu trên phạm vi toàn cầu đối với nền tài chính phương Tây; một sự đảo ngược vai trò tối hậu trong lịch sử tài chính. Đối với những người ủng hộ cái mà George Soros đã từng gọi một cách khinh bỉ là "tư tưởng chính thống về thị trường", có một điểm khác thường đau đớn ở đây: trong số những kẻ chiến thắng lớn nhất của cuộc khủng hoảng mới đây có các đơn vị doanh nghiệp do nhà nước sở hữu. [632]

Song vẫn có nhiều nguyên nhân khác giải thích vì sao mà cái giải pháp gọn đẹp mang tính Trung-Hoa-Mỹ cho cuộc khủng hoảng của Mỹ lại không xảy ra. Một phần đơn giản là vì những cuộc đột kích ban đầu của Trung Quốc vào thị trường chứng khoán Mỹ đã mang lại các kết quả dưới mức xuất sắc. [633] Có những mối lo ngại không phải là không có căn cứ ở Bắc Kinh, rằng điều tồi tệ nhất đối với các ngân hàng phương Tây có lẽ còn chờ phía trước, đặc biệt là trong bối cảnh vẫn còn chưa rõ tác động của cuộc suy thoái

ở Mỹ đối với các hợp đồng hoán đổi vỡ nợ tín dụng chưa chi trả với trị giá ước tính là 62 nghìn tỷ đô la. Ngoài ra còn có căng thẳng về chính trị nghiêm trọng hiện bắt đầu rõ nét ở ngay trung tâm Trung-Hoa-Mỹ. Đã có lúc, sự quan ngại đã lên đến đỉnh cao tại Quốc hội Mỹ trước cái được nhìn nhận như là sự cạnh tranh không công bằng và sự thao túng đồng nội tệ từ phía Trung Quốc, và khi cuộc suy thoái ngày càng trở nên tồi tệ tại nước Mỹ thì những lời than vãn chắc sẽ càng trở nên ầm ĩ hơn. Thế nhưng chính sự nới lỏng tiền tệ của Mỹ kể từ tháng 8/2007 - việc cắt giảm mạnh mẽ các quỹ của liên bang và lãi suất chiết khấu, các "phương cách" đấu thầu và cho vay khác nhau đã đưa hơn 150 tỷ đô la vào hệ thống ngân hàng, việc bảo lãnh cho vụ mua Bear Stearns của JP Morgan - cũng có thể coi như sự thao túng đồng nội tệ theo cách của Mỹ. [634] Kể từ khi bắt đầu xảy ra cuộc khủng hoảng ở Mỹ, đồng đô la đã mất giá khoảng 25% so với đồng nhân dân tệ. Do điều này xảy ra cùng lúc với các áp lực đồng thời về cung và cầu trên hầu như tất cả các thị trường hàng hóa, nên kết quả là sự tăng khá mạnh về giá lương thực, nhiên liệu và nguyên liệu thô. Giá hàng hóa tăng cao đến lượt nó lại làm tăng áp lực lạm phát đối với Trung Quốc, làm nảy sinh sự cần thiết phải áp đặt kiểm soát giá, cấm xuất khẩu và khuyến khích một cuộc giành giật chưa từng có nhằm vào tài nguyên thiên nhiên ở châu Phi và ở mọi nơi khác, điều mà dưới con mắt của phương Tây mang sắc thái đế quốc đáng sợ. [635] Có thể như cái tên của nó luôn ám chỉ, Chimerica chẳng hơn gì một chimera - con quái vật huyền thoại mình dê đầu sư tử đuôi thằn lằn - trong truyền thuyết cổ đại.

Có lẽ, ngẫm nghĩ kỹ lại, chúng ta trước đây đã từng trải qua việc này. Một trăm năm trước, vào kỷ nguyên toàn cầu hóa lần đầu tiên, nhiều nhà đầu tư đã nghĩ rằng có một mối quan hệ cộng sinh tương tự giữa trung tâm tài chính của thế giới là nước Anh với nền kinh tế công nghiệp năng động nhất trên lục địa châu Âu. Nền kinh tế đó là Đức. Khi đó, cũng như ngày nay, có một đường phân định rất mập mờ giữa sự cộng sinh và ganh đua. [636] Liệu có bất cứ điều gì có thể châm ngòi cho sự sụp đổ lần hai của toàn cầu hóa giống như điều đã xảy ra vào năm 1914? Câu trả lời rõ ràng là sự xấu đi trong các mối quan hệ chính trị giữa Mỹ và Trung Quốc, dù là về phương diện thương mại, Đài Loan, Tây Tạng hay một vấn đề nào khác còn nằm trong tiềm thức. [637] Kịch bản này trông có vẻ khó thành sự thực. Song điều dễ thấy là các nhà sử học tương lai có thể xây dựng một cách hồi cố các chuỗi quan hệ nhân quả hợp lý để giải thích cho một diễn tiến như vậy. Những người ưa tố cáo "tội gây chiến" hẳn sẽ buộc tội cho một nước Trung Quốc mỗi lúc một năng nổ, nhường cho những người khác rên rỉ trách tội chểnh mảng của kẻ khổng lồ Mỹ đang rệu rã. Các học giả trong lĩnh vực quan hệ quốc tế chắc hẳn sẽ quy các căn nguyên mang tính hệ thống của chiến tranh cho việc phá

bỏ tự do thương mại, sự cạnh tranh giành nguồn tài nguyên thiên nhiên, hoặc sự xung đột giữa các nền văn minh. Diễn đạt bằng ngôn ngữ lý giải lịch sử, người ta có thể đọc ra khả năng cao đến rợn người về một tai họa lớn vào thời đại chúng ta, như kiểu năm 1914. Một số người thậm chí có thể còn đi đến kết luận rằng sự tăng vọt của giá hàng hóa trong giai đoạn từ năm 2003 đến 2008 đã phản ánh một dự đoán vô thức nào đó trên thị trường, về một cuộc xung đột sắp diễn ra.

Một bài học quan trọng của lịch sử là các cuộc chiến tranh lớn có thể xuất hiện kể cả khi toàn cầu hóa về kinh tế đã phát triển rất cao và vị thế bá chủ của đế chế nói tiếng Anh dường như đã khá vững chắc. Bài học quan trọng thứ hai là thế giới càng tồn tại lâu mà không xảy ra xung đột lớn nào thì người ta càng khó hình dung ra một cuộc xung đột như vậy (và có lẽ là càng dễ dàng khiến một cuộc xung đột bắt đầu). Bài học thứ ba và cuối cùng là một cuộc khủng hoảng giáng xuống các nhà đầu tư tự mãn sẽ gây ra nhiều đổ vỡ hơn so với khi nó giáng xuống các nhà đầu tư đã dày dạn kinh nghiệm chiến đấu. Như chúng ta đã thấy nhiều lần, các cuộc khủng hoảng lớn thực sự ít khi xảy ra đến nỗi chúng nằm ngoài ký ức của các vị lãnh đạo ngân hàng, các nhà quản lý quỹ và các nhà kinh doanh của thời nay. Độ dài trung bình sự nghiệp của một tổng giám đốc điều hành trên Phố Wall là hai nhăm năm [638], có nghĩa là ký ức trực tiếp của giới lãnh đạo hệ thống ngân hàng Mỹ không đi xa quá năm 1983 - mười năm sau khi bắt đầu cuộc nhảy vọt lớn gần đây nhất về dầu mỏ và giá vàng. Chỉ riêng thực tế này thôi đã cung cấp một lý do hết sức thuyết phục để phải nghiên cứu lịch sử tài chính.

Lời kết ĐỒNG TIỀN MẤT NGÔI

Thế giới tài chính của ngày hôm nay là kết quả của bốn thiên niên kỷ tiến hóa kinh tế. Đồng tiền - mối quan hệ được kết tinh giữa con nợ và chủ nợ - đã sinh ra các ngân hàng và các sở giao hoán, tạo điều kiện cho những khoản vay và cho vay càng ngày càng lớn hơn. Từ thế kỷ 13 trở đi, trái phiếu chính phủ đã tạo ra sự chứng khoán hóa những luồng tiền trả lãi; trong khi đó, thị trường trái phiếu cho thấy ích lợi của các thị trường đại chúng có điều tiết, chuyên buôn bán và định giá chứng khoán. Từ thế kỷ 17, cổ phần của các công ty cũng được mua bán theo những cách tương tự. Từ thế kỷ 18, các quỹ bảo hiểm và quỹ lương hưu giúp khai thác triệt để lợi thế kinh tế về quy mô và quy luật trung bình trong việc cung cấp phòng hộ tránh các rủi ro có thể dự báo được. Từ thế kỷ 19, các hợp đồng tương lai và hợp đồng quyền chọn đã đưa ra nhiều công cụ chuyên môn hóa và phức tạp hơn: chúng là những công cụ phái sinh đầu tiên. Sau đó, từ thế kỷ 20 trở đi, các gia đình, vì những lý do chính trị, được khuyến khích tăng đòn bẩy và hướng danh mục đầu tư của mình vào bất động sản.

Những nền kinh tế nào kết hợp tất cả những sáng kiến về mặt định chế này - ngân hàng, thị trường trái phiếu, thị trường chứng khoán, bảo hiểm và nền dân chủ sở hữu nhà ở - về lâu dài sẽ hoạt động tốt hơn những nền kinh tế không được như vậy, bởi vì nhìn chung sự môi giới tài chính cho phép phân bố tài nguyên hiệu quả hơn so với chế độ phong kiến hay kế hoạch tập trung. Vì lý do này, cũng không quá ngạc nhiên khi mô hình tài chính phương Tây đã được phổ biến khắp thế giới, đầu tiên là dưới dạng chủ nghĩa đế quốc, rồi sau đó là dưới dạng toàn cầu hóa [639]. Tóm lại, từ vùng Lưỡng Hà cổ đại (nay là vùng Trung Đông) cho đến Trung Quốc ngày nay, sự lên ngôi của đồng tiền vẫn luôn là một trong những lực đẩy đằng sau sự phát triển của nhân loại: nó là một quá trình sáng tạo, môi giới và hội nhập rất phức tạp, quan trọng không kém sự phát triển của khoa học hay việc truyền bá luật pháp nhân loại thoát khỏi nỗi khổ cực của nền nông nghiệp tự cấp tự túc và cái bẫy Malthus [640]. Theo lời của cựu Thống đốc Ngân hàng Dự trữ Liên bang Frederic Mishkin: "Hệ thống tài chính là bộ não của nền kinh tế... Nó đóng vai trò cơ chế phối hợp để phân phối tiền vốn, dòng máu của các hoạt động kinh tế, sao cho các công ty và gia đình sử dụng vốn một cách hiệu quả nhất. Nếu tiền vốn được dùng sai mục đích hay không lưu thông, thì nền kinh tế sẽ hoạt động một cách không hiệu quả, và hậu quả cuối cùng là kinh tế sẽ kém phát triển." [641]

Tuy vậy, sự lên ngôi của đồng tiền chưa bao giờ, và sẽ không bao giờ là một quá trình suôn sẻ. Ngược lại, lịch sử tài chính vẫn liên tục lộn nhào qua

những khúc lên và xuống, bùng và vỡ bong bóng, giữa điên cuồng và hoảng loạn, chấn động và sụp đổ. [642] Một nghiên cứu gần đây sử dụng dữ liệu hiện có về tổng sản lượng nội địa và tiêu thụ từ năm 1870 đã cho thấy có 148 vụ khủng hoảng trong đó một nước trải qua sự suy giảm GDP lũy tích ít nhất là 10%, và 87 vụ khủng hoảng trong đó sản lượng tiêu thụ cũng suy giảm cùng mức độ; điều này cho thấy xác suất xảy ra thảm họa tài chính là khoảng 3,6% một năm. [643] Đến nay vẫn vậy, mặc dù các tổ chức và công cụ đã trở nên tinh vi chưa từng có, Hành tinh Tài chính vẫn chịu rất nhiều nguy cơ khủng hoảng. Có vẻ như, dù chúng ta có khéo léo tới đâu thì vẫn sẽ bị "đánh lừa bởi sự ngẫu nhiên"[644] và bị bất ngờ bởi những "con thiên nga đen" [645]. Có khi chúng ta còn đang sống trong quá trình xì hơi của một "siêu bong bóng" kéo dài hàng thập niên. [646]

Có ba lý do cơ bản cho việc này. Lý do đầu tiên là tương lai - hay đúng hơn là các tương lai, vì tương lai không bao giờ chỉ có số ít - nằm trong vòng bất định, không như rủi ro có thể ước tính trước. Như Frank Knight đã lập luận vào năm 1921: "Tính bất định (uncertainty) phải được hiểu một cách khác hoàn toàn so với khái niệm rủi ro quen thuộc, hai thứ này chưa bao giờ được phân biệt một cách rõ ràng... Bất định *có thể đo lường được*, hay còn gọi là một 'rủi ro', khác hẳn bất định *không đo lường được*, đến nỗi thực tình không thể coi đấy là bất định được nữa." Nói một cách đơn giản, nhiều việc xảy ra trong cuộc sống không giống như trò súc sắc. Lần này qua lần khác sẽ có một sự kiện diễn ra "độc nhất vô nhị, hoặc không có đủ số lần xảy ra để tính toán được những trường hợp giống nó làm cơ sở đánh giá giá trị xác suất đáng tin cậy..." [647] Chính điểm này cũng được Keynes diễn đạt hết sức sáng rõ vào năm 1937. Ông viết để trả lời các nhà phê bình cuốn *General Theory* (Lý thuyết tổng quát) của ông rằng:

Khi nói thông tin nào đó là "bất định" tôi không chỉ muốn phân biệt giữa những gì chắc chắn và những gì chỉ là có thể. Nói theo nghĩa này thì trò chơi đánh bạc cò quay cũng không mang tính bất định... Tuổi thọ kỳ vọng của con người cũng chỉ hơi mang tính bất định. Cả thời tiết cũng chỉ tương đối bất định. Tôi dùng từ này theo nghĩa, một cuộc chiến tranh châu Âu, hoặc mức lãi suất trong hai mươi năm tới, là điều bất định... Những việc này chúng ta hoàn toàn không có cơ sở khoa học để hình thành một xác suất tính toán được. Đơn giản là ta không biết gì về nó. [648]

Keynes tiếp tục đưa ra giả thuyết về những cách mà các nhà đầu tư có thể "cố gắng hành động trong những tình huống ấy, sao cho thể hiện mình là những người có lý trí và có suy nghĩ kinh tế":

(1) Chúng ta thường cho rằng thời hiện tại là một bản chỉ dẫn dùng được cho tương lai, trong khi nếu ta xem xét kinh nghiệm quá khứ một cách thẳng thắn thì sẽ thấy không phải như vậy. Nói cách khác, chúng ta hầu như mặc

kệ khả năng có những thay đổi trong tương lai mà ta thật sự không hề biết gì về chúng cả.

(2) Chúng ta cho rằng trạng thái *hiện tại* của đánh giá tình hình được thể hiện qua giá cả và đặc tính của sản lượng hiện tại là dựa trên sự tổng kết *chính xác* các khả năng tương lai...

(3) Vì biết rằng đánh giá của riêng bản thân mình thôi thì không có giá trị gì, nên chúng ta thường dựa vào đánh giá của cả thế giới, mà ta cho rằng hiểu biết tốt hơn. Nói cách khác, ta thường cố làm theo những hành vi của đám đông hoặc hành vi trung bình. [649]

Mặc dù khó có thể nói rằng Keynes nói đúng khi giải thích hành động của các nhà đầu tư theo cách hiểu của mình, nhưng ông chắc chắn là đã nghĩ đúng hướng. Thiên kiến kinh nghiệm (heuristic bias) của các cá nhân đương nhiên đóng vai trò quan trọng trong việc tạo ra biến động của các thị trường tài chính.

Từ đây, chúng ta đi tới lý do thứ hai dẫn tới sự bất ổn định tất yếu của hệ thống tài chính, ấy là hành vi của con người. Như chúng ta đã thấy, tất cả các tổ chức tài chính đều phụ thuộc vào thiên hướng bẩm sinh của chúng ta là đi từ chỗ cực vui đến chỗ chán nản; sự bất lực kinh niên của chúng ta trong việc bảo vệ bản thân khỏi "rủi ro đuôi" (tức các rủi ro có xác suất cực nhỏ); thất bại liên miên của chúng ta trong việc học hỏi từ lịch sử. Trong một bài ký sự nổi tiếng, Daniel Kahneman và Amos Tversky đã cho thấy qua một loạt các thí nghiệm, rằng người ta thường tính toán nhầm các khả năng khi phải đối đầu với các lựa chọn tài chính đơn giản. Đầu tiên, hai người đã cho nhóm thí nghiệm mỗi người 1.000 bảng Israel. Rồi sau đấy cho họ chọn giữa: (a) 50% cơ hội thắng thêm 1.000 bảng nữa, hoặc (b) 100% cơ hội thắng thêm 500 bảng nữa. Chỉ có 16% số người chọn a; những người còn lại (84%) đều chọn b. Sau đó, họ cho nhóm thí nghiệm tưởng tượng rằng mình đều nhận được mỗi người 2.000 bảng, và lại phải đưa ra lựa chọn khác: (c) 50% cơ hội mất 1.000 bảng, hoặc (d) 100% cơ hội mất 500 bảng. Lần này thì đa số (69%) chọn (c); chỉ có 31% chọn (d). Thế nhưng khi ta xét về khía cạnh thu lãi thì hai vấn đề này giống nhau hoàn toàn. Trong cả hai lần ta đều có sự lựa chọn giữa 50% cơ hội có được 1.000 bảng, và cơ hội có được 2.000 bảng như nhau (a và c) hoặc chắc chắn nhận được 1.500 bảng (b và d). Trong thí nghiệm này cũng như các thí nghiệm khác, Kahneman và Tversky đã ghi nhận một sự bất cân xứng đáng kinh ngạc: người ta tránh rủi trong các tình huống khả quan, nhưng lại tìm rủi ro trong các tình huống tiêu cực. Thua lỗ có sức tác động mạnh gấp 2,5 lần lợi nhuận cùng mức độ. [650]

Sự thiếu kiên định này chỉ là một trong nhiều thiên kiến kinh nghiệm (phương pháp suy nghĩ hoặc học hỏi lệch lạc) phân biệt con người thật sự với "con người kinh tế" (*homo oeconomicus*) của thuyết kinh tế tân cổ điển,

ấy là một người luôn đưa ra những quyết định của mình một cách có lý, dựa trên tất cả những thông tin mình có và độ thỏa dụng mình kỳ vọng. Các thí nghiệm khác cho thấy chúng ta thường quá dễ dàng rơi vào các bẫy nhận thức như:

1. *Thiên kiến thông tin* có sẵn khiến chúng ta đưa ra quyết định dựa trên thông tin có sẵn trong ký ức chứ không phải thông tin thật sự cần thiết;

2. *Thiên kiến hồi cố* khiến chúng ta cho rằng xác suất một việc xảy ra là cao hơn chỉ sau khi nó đã xảy ra rồi, so với những gì ta nghĩ trước khi nó xảy ra;

3. *Vấn đề suy diễn* khiến chúng ta hình thành nên các quy tắc tổng quát dựa trên những thông tin không đủ;

4. *Ngụy biện về kết hợp* (hoặc tách biệt), nghĩa là ta thường ước tính quá xác suất để cho bảy sự kiện ở xác suất 90% đều xảy ra hết, trong khi ta lại ước tính thiếu xác suất để cho ít nhất bảy sự kiện có xác suất 10% sẽ xảy ra;

5. *Thiên kiến xác nhận* khiến ta đi tìm những dấu hiệu xác nhận một giả thuyết ban đầu, chứ không tìm những dấu hiệu bác bỏ nó;

6. *Tác động lây nhiễm* khi ta để cho những thông tin không liên quan nhưng lân cận ảnh hưởng tới quyết định của ta;

7. *Phản ứng cảm xúc* khi mà ta để cho những phán đoán giá trị sẵn có của mình làm nhiễu các đánh giá về chi phí và lợi ích;

8. *Sự không chú ý tới phạm vi* khiến chúng ta không điều chỉnh cho phù hợp những gì mình nên sẵn sàng hy sinh để tránh tác hại ở nhiều mức độ khác nhau;

9. *Tự tin quá mức vào ước lượng chính xác* khiến chúng ta đánh giá quá thấp những khoảng tin cậy mà trong phạm vi các khoảng đó, các ước lượng của chúng ta là rất tốt (ví dụ như đánh đồng tình huống "tốt nhất có thể" với tình huống "có khả năng xảy ra nhiều nhất");

10. *Sự bàng quan của người ngoài cuộc* khiến ta từ bỏ trách nhiệm cá nhân khi đứng trong đám đông. [651]

Nếu bạn vẫn còn nghi ngờ về sự dễ dàng bị nhầm lẫn đã được lập trình sẵn của con người, thì bạn hãy hỏi mình câu hỏi sau đây. Một cái vợt và một quả bóng tổng cộng là 1,10 bảng, và cái vợt thì đắt hơn quả bóng 1 bảng. Vậy quả bóng bao nhiêu tiền? Khoảng một trong hai người được hỏi sẽ buột ra câu trả lời sai: 10 xu. Câu trả lời đúng là 5 xu, vì chỉ khi cái vợt giá 1,05 bảng và quả bóng giá 5 xu thì cả hai điều kiện mới được thỏa mãn. [652]

Nếu có lĩnh vực nào có khả năng thay đổi triệt để hiểu biết của ta về cách mà các thị trường tài chính hoạt động, thì đó là lĩnh vực tài chính hành vi đang nảy nở. [653] Khó có thể nói được một phần bao nhiêu những nghiên cứu dựa trên giả thiết thị trường hiệu quả có thể sống sót được nếu đưa ra thử thách. [654] Những người đặt niềm tin vào "trí tuệ của đám đông" [655] đơn

giản chỉ cho rằng một nhóm đông người thì có khả năng đưa ra lựa chọn đúng hơn là một nhóm nhỏ những người có thể được gọi là chuyên gia. Nhưng nói như vậy cũng không có nhiều ý nghĩa. Câu đùa từ xưa, "Các nhà kinh tế vĩ mô đã dự đoán đúng chín trong năm cuộc suy thoái gần đây nhất" không chỉ là đùa, mà còn là một sự thật rất đáng buồn về khó khăn trong việc dự báo kinh tế. [656] Trong khi đó, những ai nghiêm túc nghiên cứu tâm lý học con người sẽ biết rằng đám đông có khả năng điên rồ không kém gì thông minh. [657] Một trường hợp điển hình là nỗi ảo tưởng gần như toàn cầu trong giới đầu tư vào nửa đầu năm 2007, rằng một cuộc khủng hoảng thanh khoản sẽ không thể xảy ra (xem Lời giới thiệu). Nói theo cách tóm tắt văn vẻ của Eliezer Yudkowsky thì:

Con người có thể quá tự tin và quá lạc quan. Họ có thể tập trung vào vài bối cảnh tương lai quá cụ thể trong khi bỏ mặc tất cả những bối cảnh khác. Họ có thể không nhớ được [những vụ khủng hoảng thanh khoản trong] quá khứ. Họ có thể ước tính quá cao tính dự đoán được của quá khứ và do đó mà họ ước tính quá thấp những bất ngờ của tương lai. Họ có thể không nhận ra được nỗi khó khăn trong việc chuẩn bị [cho những cuộc khủng hoảng thanh khoản] nếu không có hỗ trợ từ hiểu biết do nhìn lại quá khứ. Họ có thể thích đầu cơ vào khả năng thu lãi cao hơn nhưng lại mặc kệ giá trị của những gì mình đặt cược vào đó. Họ có thể đánh đồng những thông tin lạc quan về lợi ích của công nghệ [ví dụ như bảo hiểm trái phiếu] với thông tin tiêu cực về những rủi ro của nó. Họ có thể bị tiêm nhiễm bởi những bộ phim mà trong đó thị trường tài chính rốt cuộc luôn được cứu... Cũng có thể, khả năng cực kỳ khó chịu về một vụ khủng hoảng thanh khoản sắp xảy ra khiến họ đi tìm những lý do chứng minh rằng thanh khoản sẽ không cạn, nhưng họ lại không đi tìm những lý do chứng minh rằng nó sẽ xảy ra. Nhưng nếu câu hỏi cụ thể là "Tại sao nhiều người khác không làm gì đi?" thì một yếu tố có thể là chính những người đang hỏi câu hỏi đấy lại liếc mắt nhìn xem người khác có phản ứng gì không... trong khi bản thân cố tỏ ra đĩnh đạc và không bối rối. [658]

Phần lớn sự lệch lạc trong suy nghĩ của chúng ta đương nhiên là kết quả của tiến hóa. Lý do thứ ba cho con đường lộn xộn của lịch sử tài chính cũng liên quan tới thuyết tiến hóa, mặc dù chỉ là qua phép tương tự. Người ta thường nói rằng tài chính có đặc tính giống như thuyết Darwin. "Chọn lọc tự nhiên" là một câu mà các nhà kinh doanh xông xáo thích dùng; và như ta đã thấy, các ngân hàng đầu tư thích mở những cuộc họp với những cái tên như "Sự tiến hóa của thành tựu". Nhưng cuộc khủng hoảng Mỹ năm 2007 đã khiến việc sử dụng ngôn ngữ như vậy còn tăng thêm. Trợ lý Bộ trưởng Tài chính Mỹ Anthony W. Ryan không phải người duy nhất nói về làn sóng tuyệt chủng tài chính xảy ra vào nửa sau năm 2007. Andrew Lo, Giám đốc Phòng Nghiên cứu về Toán Tài chính của trường Đại học Công nghệ

Massachusetts là người đi tiên phong trong nỗ lực tái định nghĩa thị trường tài chính như là những hệ thống mang tính thích nghi. [659] Một phân tích lịch sử dài hạn về sự phát triển của các dịch vụ tài chính cũng cho thấy rằng các lực tiến hóa cũng góp mặt trong thế giới tài chính không kém gì trong thế giới tự nhiên. [660]

Ý niệm rằng có những quá trình mang tính tiến hóa đang tác động vào nền kinh tế đương nhiên không phải là mới. Ngành kinh tế học tiến hóa là một phân ngành đã có tên tuổi, nó có hẳn một tờ tạp chí riêng từ 16 năm trước [661] Thorstein Veblen đã lần đầu tiên đưa ra câu hỏi "Tại sao kinh tế học lại không phải một ngành khoa học tiến hóa?" (ý rằng nó cần phải là như vậy) từ tận năm 1898. [662] Trong một đoạn nổi tiếng trong cuốn *Capitalism, Socialism and Democracy* (Chủ nghĩa tư bản, chủ nghĩa xã hội và nền dân chủ), Joseph Schumpeter đã nêu lên đặc trưng của nền tư bản công nghiệp là một "quá trình tiến hóa", điều này cũng có thể áp dụng được cho tài chính:

Tính tiến hóa này... không chỉ là do đời sống kinh tế diễn ra trong một môi trường xã hội và tự nhiên luôn thay đổi, và lúc thay đổi thì làm biến đổi dữ liệu của hành động kinh tế; đây là điều quan trọng và những thay đổi này (chiến tranh, cách mạng...) thường là điều kiện cho sự thay đổi công nghiệp, nhưng chúng không phải động lực chính. Tính tiến hóa này cũng không phải là do sự tăng dân số và vốn gần như tự động hay tính bất thường của các hệ thống tiền tệ, vai trò của chúng cũng đúng như những thay đổi trên. Động lực cơ bản giữ cho động cơ tư bản chuyển động chính là đến từ các loại hàng hóa tiêu thụ mới, các phương thức sản xuất hoặc vận chuyển mới, các thị trường mới, các hình thức tổ chức công nghiệp mới mà nền kinh doanh tư bản tạo ra... Việc mở ra những thị trường mới, kể cả trong nước hay ngoài nước, và sự phát triển về mặt tổ chức từ chỗ xưởng thủ công và nhà máy, đến những công ty như Thép Mỹ cho thấy cùng một quá trình - cho phép tôi dùng thuật ngữ sinh học - đột biến công nghiệp đã không ngừng cách mạng hóa kết cấu kinh tế ngay từ bên trong; nó không ngừng phá hủy kết cấu cũ, không ngừng tạo ra kết cấu mới. Quá hình Phá hủy Sáng tạo này là một sự thật cơ bản của chủ nghĩa tư bản. [663]

Một điểm mấu chốt được rút ra từ các nghiên cứu gần đây là quy mô lớn của sự phá hủy xảy ra trong một nền kinh tế hiện đại. Khoảng một trong số mười công ty của Mỹ biến mất mỗi năm. Chính xác từ năm 1989 đến 1997 khoảng 611.000 công ty đã biến mất mỗi năm, trong tổng số 5,73 triệu công ty. Cần chú ý rằng 10% là mức tuyệt chủng trung bình; trong một số khu vực của nền kinh tế, nó có thể lên đến 20% vào một năm tệ hại (ví dụ như ngành tài chính Quận Columbia, vào năm 1989, tại đỉnh điểm của cuộc khủng hoảng Tiết kiệm và Cho vay). [664] Theo như Bộ Kinh doanh và Sản xuất Anh, 30% các công ty có đăng ký thuế biến mất sau ba năm. [665] Kể cả nếu

chúng sống sót qua một vài năm đầu và tiếp tục thành công lớn thì hầu hết các công ty cuối cùng cũng sẽ thất bại. Trong 100 công ty lớn nhất thế giới vào năm 1912, đến năm 1995 đã có 29 công ty phá sản, 48 công ty bị xóa sổ, và chỉ có 19 công ty còn lưu lại trong top 100. [666] Biết rằng một phần lớn hoạt động của ngân hàng và thị trường chứng khoán là cung cấp tài chính cho các công ty, ta cũng không nên ngạc nhiên khi thế giới tài chính cũng có sự phá hủy sáng tạo tương tự. Chúng ta đã nhận thấy mức đóng cửa cao đối với các quỹ phòng hộ. (Lý do duy nhất mà các ngân hàng không bị phá sản nhiều như vậy là, như ta sắp thấy, do chúng được các chính phủ bảo vệ công khai và ngấm ngầm để khỏi sụp đổ.)

Có những đặc tính chung nào giữa thế giới tài chính và một hệ thống tiến hóa thực thụ? Có thể nghĩ ngay tới sáu đặc tính:

- "Gien": theo nghĩa là có một số tập quán kinh doanh đóng vai trò giống như gien trong sinh học, chúng cho phép thông tin được ghi vào "bộ nhớ tổ chức" và được truyền từ cá nhân này tới cá nhân khác, hay từ công ty này sang công ty khác, mỗi khi một công ty mới được thành lập.
- Khả năng đột biến ngẫu nhiên, trong thế giới kinh tế thường được gọi là sáng kiến, và nó thường nhưng không phải luôn luôn mang tính công nghệ.
- Cạnh tranh giữa các cá thể trong một loài để giành tài nguyên, kết quả tính theo tuổi đời và sự nhân giống sẽ quyết định những tập quán kinh doanh nào được di truyền.
- Cơ chế chọn lọc tự nhiên thông qua sự phân phối vốn và nguồn nhân lực dựa theo thị trường và khả năng chết đi nếu hoạt động kém, còn gọi là "sống sót chênh lệch".
- Khả năng hình thành loài giúp bảo đảm đa dạng sinh học thông qua việc hình thành những loại tổ chức tài chính hoàn toàn mới.
- Khả năng tuyệt chủng, khi mà một loài chết hết.

Lịch sử tài chính thực chất là kết quả của sự đột biến về mặt tổ chức và chọn lọc tự nhiên. Những "biến động" (drift) (các sáng kiến hoặc đột biến xảy ra ngẫu nhiên chứ không phải do chọn lọc tự nhiên) và những "dòng" (flow) (các sáng kiến hoặc đột biến xảy ra ví dụ như khi những tập quán của Mỹ được các ngân hàng Trung Quốc áp dụng) có tính tình cờ cũng góp phần vào đó. Ngoài ra còn có sự "đồng tiến hóa" khi mà các loài tài chính khác nhau làm việc và thích nghi với nhau (ví dụ như quỹ phòng hộ và những nhà môi giới chính của chúng). Nhưng sự chọn lọc của thị trường vẫn là động lực chính. Những sinh thể tài chính luôn cạnh tranh lẫn nhau để giành một nguồn tài nguyên hữu hạn. Tại một số thời điểm và địa điểm nhất định, một số loài nhất định sẽ thống trị. Nhưng những sáng kiến của các loài cạnh tranh, hoặc sự xuất hiện của một loài mới hoàn toàn, sẽ ngăn cản việc hình thành một hệ thống cấp bậc hay sự độc canh vĩnh cửu. Về tổng thể vẫn là quy luật kẻ mạnh sẽ thắng. Những tổ chức mang "gien vị kỷ" có khả năng tự

nhân giống và tồn tại sẽ tăng trưởng và sinh tồn được. [667]

Phải lưu ý rằng tiến hóa chưa hẳn sẽ tạo ra một sinh thể hoàn hảo. Một đột biến "đủ tốt" sẽ đạt được vị trí thống trị nếu nó xảy ra vào đúng nơi, đúng thời điểm, do các quá trình tiến hóa rất nhạy cảm với những điều kiện ban đầu. Tức là nếu từ đầu có một thế mạnh nhỏ thôi thì sau này nó có thể dẫn đến một khoảng thống trị kéo dài, chứ không nhất thiết đấy là thế mạnh tối ưu nhất. Ta cũng nên ghi nhớ rằng trong thế giới tự nhiên, tiến hóa không hẳn là tiến bộ như người ta từng nghĩ (nhất là những môn đệ Herbert Spencer). Các sinh vật tài chính sơ đẳng như những kẻ cho vay nặng lãi không bị tuyệt chủng, cũng như các sinh vật đơn bào chỉ thấy được dưới kính hiển vi vẫn chiếm phần đa số sinh vật trên trái đất. Cấu tạo phức tạp do tiến hóa không bảo vệ một sinh vật hay một công ty tránh khỏi tuyệt chủng - đấy là định mệnh của hầu hết các loài động vật và thực vật.

Nhưng phải thừa nhận rằng sự tương đồng với tiến hóa không phải là hoàn hảo. Khi một sinh thể nuốt một sinh thể khác trong thế giới tự nhiên, đó đơn giản chỉ là ăn; nhưng trong thế giới của các dịch vụ tài chính, các vụ sáp nhập và mua lại có thể trực tiếp dẫn tới đột biến. Trong các sinh thể tài chính, không có gì tương ứng với vai trò sinh sản sinh dục như trong thế giới động vật (cho dù những từ ngữ mang tính sinh dục vẫn thường được dùng để miêu tả một số giao dịch tài chính nhất định). Hầu hết các đột biến tài chính là những sáng kiến cố ý, có ý thức chứ không phải là thay đổi ngẫu nhiên. Thật vậy, bởi vì một công ty có thể thích nghi với những thay đổi xảy ra quanh nó ngay trong thời gian sống của nó, sự tiến hóa tài chính (cũng như sự tiến hóa của văn hóa) có lẽ mang đặc tính Lamarck hơn là Darwin. Hai sự khác biệt mấu chốt nữa sẽ được thảo luận dưới đây. Dù thế nào chăng nữa thì sự tiến hóa cũng là một mô hình giúp hiểu các thay đổi tài chính tốt hơn tất cả những công cụ khác mà ta có.

Chín mươi năm trước, lý thuyết gia xã hội chủ nghĩa người Đức Rudolf Hilferding đã dự đoán sẽ có sự vận động không ngừng về hướng tập trung sở hữu thứ mà ông gọi là vốn tài chính. [668] Cách nhìn truyền thống về sự phát triển tài chính quả thật vẫn nhìn quá trình ấy từ điểm nhìn thuận lợi của các công ty lớn và thành công đã sống sót. Trong cây phả hệ chính thức của Citigroup, ta có thể thấy rằng nhiều công ty nhỏ - từ Ngân hàng Thành phố New York được thành lập vào năm 1812 - đã nhập về một thân chung, đó là tập đoàn ngày hôm nay. Tuy vậy, đây lại chính là cách nghĩ sai lệch về sự tiến hóa tài chính qua thời gian dài, bởi trong thực tế nó *bắt đầu* ở một thân chung. Theo định kỳ, thân cây ấy rẽ nhánh ra ngoài khi mà các hình thức ngân hàng và tổ chức tài chính mới xuất hiện. Việc một công ty nào đó nuốt chửng những công ty nhỏ hơn trong quãng thời gian ấy cũng không có ý nghĩa lắm. Trong quá trình tiến hóa, các động vật ăn thịt lẫn nhau, nhưng đấy

không phải là động lực chính đằng sau sự đột biến tiến hóa và sự xuất hiện những loài mới. Điểm mấu chốt là lợi thế kinh tế về quy mô và độ lớn không phải lúc nào cũng là động lực chính trong lịch sử kinh tế. Thường xuyên hơn, quá trình hình thành loài mới là động lực chính - khi mà những hình thức công ty mới hoàn toàn được lập ra; cũng đóng vai trò ngang bằng là quá trình phá hủy sáng tạo, khi mà các công ty yếu hơn phá sản.

Lấy trường hợp các ngân hàng bán lẻ và ngân hàng thương mại, đây vẫn là một lĩnh vực có sự đa dạng sinh học tương đối. Mặc dù có những công ty khổng lồ như Citigroup và Bank of America, các thị trường Bắc Mỹ và châu Âu vẫn có khu vực ngân hàng bán lẻ tương đối phân khúc. Khu vực ngân hàng hợp tác có nhiều thay đổi nhất trong những năm gần đây, với mức độ hợp nhất cao (đặc biệt là sau vụ khủng hoảng Tiết kiệm và Cho vay vào những năm 1980), và hầu hết các ngân hàng đã chuyển sang sở hữu cổ đông. Nhưng loài duy nhất sắp tuyệt chủng trong thế giới các nước phát triển là ngân hàng quốc doanh, khi mà việc tư nhân hóa phổ biến khắp nơi (dù vậy việc quốc hữu hóa ngân hàng Northern Rock cho thấy rằng có thể loài này sẽ quay trở lại). Về mặt khác, câu chuyện này là câu chuyện về sự hình thành loài, nhân giống những loại tổ chức tài chính mới, điều mà chúng ta mong đợi ở một hệ thống tiến hóa thực thụ. Có nhiều công ty dịch vụ tài chính "độc tuyến" đã xuất hiện, đặc biệt trong lĩnh vực tài chính tiêu thụ (ví dụ như ngân hàng Capital One). Một số công ty chuyên biệt nay tồn tại để phục vụ cho thị trường ngân hàng tư nhân. Dịch vụ ngân hàng trực tiếp (qua điện thoại và Internet) cũng là một hiện tượng tương đối mới và đang phát triển. Tương tự như vậy, mặc dù các công ty khổng lồ đã hình thành trong giới ngân hàng đầu tư, vẫn có nhiều loài mới và lanh lẹ, chẳng hạn như các quỹ phòng hộ và các công ty cổ phần tư nhân, cũng đã tiến hóa và sinh sôi. Và như chúng ta đã thấy trong Chương 6, những khoản dự trữ tiền kim loại đang nhanh chóng tích lũy của những quốc gia xuất khẩu hàng chế tác và năng lượng đang tạo ra một thế hệ các quỹ lợi ích quốc gia mới.

Không chỉ có những loại công ty tài chính mới đang sinh sôi; cả những loại tài sản và dịch vụ tài chính cũng vậy. Vào những năm gần đây, các nhà đầu tư ngày một thêm hào hứng với những chứng khoán được bảo đảm bằng vay mua nhà thế chấp và tài sản khác. Việc dùng các công cụ phái sinh cũng nở rộ, hầu hết được buôn bán qua thị trường ngoài danh mục, trên cơ sở mặt đối mặt, chứ không thông qua những sàn giao dịch công cộng - một xu hướng mang đến lợi nhuận cho những người bán trái phiếu phái sinh nhưng lại có thể có những hậu quả ngoài ý muốn vì không được tiêu chuẩn hóa và nhiều khả năng xảy ra tranh chấp pháp lý khi có khủng hoảng.

Nói theo ngôn ngữ tiến hóa thì khu vực dịch vụ tài chính có vẻ đã đi qua một đợt bùng nổ kỷ Cambri kéo dài 20 năm, trong đó các loài tồn tại sẵn thì phát triển mạnh hơn và các loài mới tăng lên. Cũng như trong thế giới tự

nhiên, sự tồn tại của các công ty khổng lồ không ngăn cản sự tiến hóa và tồn tại của các loài nhỏ hơn. Kích thước không phải là tất cả, trong tài chính cũng như trong tự nhiên. Thật vậy, chính những khó khăn nảy sinh khi các công ty nhà nước trở nên lớn và phức tạp hơn - những bất lợi kinh tế do quy mô liên quan đến nền hành chính quan liêu, những áp lực của việc báo cáo hằng quý - đã tạo ra cơ hội để có những dạng công ty tư nhân mới. Điều quan trọng trong tiến hóa không phải là kích thước hay độ phức tạp (quá một mức nào đấy). Tất cả những gì quan trọng là bạn giỏi sống sót và di truyền lại gien của mình. Tương ứng ở giới tài chính là phải giỏi tạo ra lợi nhuận từ vốn và tạo ra những người bắt chước mô hình kinh doanh của mình.

Trong thế giới tài chính, sự đột biến và hình thành loài thường là phản ứng tiến hóa với môi trường và sự cạnh tranh, và chọn lọc tự nhiên quyết định những tính trạng mới nào sẽ được phổ biến rộng rãi. Đôi lúc, như trong thế giới tự nhiên, quá trình tiến hóa phải hứng chịu những biến động lớn dưới dạng chấn động địa chính trị và các cuộc khủng hoảng tài chính. Điều khác biệt đương nhiên là ở chỗ các thiên thạch khổng lồ (như thiên thạch đã xóa sổ 85% các loài sinh vật vào cuối kỷ Phấn Trắng) là chấn động ngoại sinh, còn các khủng hoảng tài chính có nguyên nhân nội sinh từ chính hệ thống tài chính. Vụ Đại Suy thoái những năm 1930 và Đại Lạm phát vào những năm 1970 thực sự là những thời điểm gián đoạn lớn, với các vụ "tuyệt chủng hàng loạt" như khủng hoảng ngân hàng những năm 1930 và khủng hoảng Tiết kiệm và Cho vay những năm 1980.

Có phải một chuyện tương tự đang xảy ra trong thời của chúng ta không? Đương nhiên là sự suy giảm mạnh của các điều kiện tín dụng vào mùa hè 2007 đã tạo ra những vấn đề lớn với nhiều quỹ phòng hộ, khiến chúng dễ bị các nhà đầu tư thu hồi. Nhưng một đặc tính quan trọng của vụ khủng hoảng tài chính gần đây là áp lực đối với các ngân hàng và công ty bảo hiểm. Lỗ từ chứng khoán được bảo đảm bởi tài sản và những khoản vay mạo hiểm khác có thể nhiều hơn một nghìn tỷ đô la. Vào thời điểm cuốn sách này được viết (5/2008), khoảng 318 tỷ đô la bút toán giảm (ghi lỗ trên sổ sách) đã được ghi nhận, tức là còn hơn 600 tỷ đô la chưa được đưa ra ánh sáng. Từ lúc bắt đầu khủng hoảng, các tổ chức tài chính đã góp được 225 tỷ đô la tiền vốn mới, còn thiếu hụt dưới 100 tỷ đô la một chút. Vì các ngân hàng thường có mục tiêu duy trì bất biến tỷ lệ vốn trên tài sản là dưới 10%, nên các bảng cân đối có thể phải co rút đi đến 1.000 tỷ đô la. Mặc dù vậy, sự sụp đổ của hệ thống ngân hàng ngầm ngoài bảng cân đối như các "pháp nhân ống dẫn" và các "pháp nhân đầu tư được cơ cấu hóa" khiến việc co rút đó rất khó.

Ta vẫn phải chờ xem liệu các ngân hàng lớn của phương Tây có thể chèo lái qua cuộc khủng hoảng này mà không gây ra một thay đổi cơ bản nào cho các hiệp định quốc tế về điều chỉnh mức độ vốn thích đáng (Basel I và II). [669] Ví dụ, ở châu Âu, vốn ngân hàng trung bình bây giờ tương đương với

dưới 10% tài sản (có khi chỉ còn 4%), so với 25% vào đầu thế kỷ 20. Cuộc khủng hoảng năm 2007 đã đánh tan hy vọng của những người tin rằng sự tách biệt giữa việc phát sinh rủi ro và quản lý bảng cân đối tài khoản sẽ phân bố rủi ro trong hệ thống tài chính một cách tốt nhất. Có vẻ khó tưởng tượng được rằng cuộc khủng hoảng này sẽ đi qua mà không còn xảy ra thêm sáp nhập và mua lại, khi mà những công ty tương đối mạnh nuốt những công ty tương đối yếu. Các công ty bảo hiểm trái phiếu có vẻ sẽ phải biến mất. Ngược lại, một số quỹ phòng hộ sẽ phát đạt vì sự trở lại của tính dễ biến động. [670] Cũng có vẻ là sẽ có nhiều dạng tổ chức tài chính mới nảy sinh sau cuộc khủng hoảng. Như Andrew Lo đã nói: "Giống như những cuộc cháy rừng đã qua trên thị trường, ta thường sẽ thấy những hệ động thực vật trác tuyệt nảy nở sau đấy." [671]

Có một khác biệt lớn nữa giữa tự nhiên và tài chính. Trong khi sự tiến hóa sinh học xảy ra ở môi trường tự nhiên, với các thay đổi về bản chất là mang tính ngẫu nhiên (nên nhà sinh vật học Richard Dawkins mới dùng hình ảnh người làm đồng hồ mù), thì sự tiến hóa của các dịch vụ tài chính diễn ra trong một khung điều tiết mà ở đó - dùng ngôn từ của những người theo thuyết sáng tạo đối lập với Darwin - sự "thiết kế thông minh" [672] cũng có vai trò. Những thay đổi đột ngột trong môi trường điều tiết khác với những thay đổi đột ngột trong môi trường kinh tế vĩ mô, là thứ tương ứng với những thay đổi môi trường trong thế giới tự nhiên. Một lần nữa, sự khác biệt là ở chỗ có yếu tố nội sinh trong sự thay đổi điều tiết, vì những người chịu trách nhiệm thường từ chỗ săn trộm mà trở thành người canh gác nên họ hiểu rõ cách hoạt động của khu vực tư nhân. Tuy vậy, tác động thực thì tương tự như sự thay đổi của khí hậu đối với tiến hóa sinh học. Các luật lệ và quy định mới có thể khiến những tính trạng tốt đột nhiên trở thành bất lợi. Chẳng hạn, sự đi lên và đi xuống của cuộc khủng hoảng Tiết kiệm và Cho vay phần lớn là do những thay đổi trong môi trường điều tiết ở Mỹ. Các thay đổi điều tiết vào sau cuộc khủng hoảng năm 2007 có lẽ có những hậu quả không lường trước tương tự như vậy.

Mục đích được đề ra của hầu hết các nhà điều tiết là giữ gìn sự ổn định trong khu vực dịch vụ tài chính, qua đó bảo vệ các khách hàng mà các ngân hàng phục vụ, và nền kinh tế "thực" mà nền công nghiệp hỗ trợ. Các công ty ở những ngành không thuộc tài chính được coi là kém quan trọng hơn, xét trên toàn hệ thống, đối với nền kinh tế nói chung, và đối với cuộc sống của người tiêu dùng. Do đó việc một tổ chức tài chính lớn sụp đổ, khiến các khách hàng cá nhân mất hết tiền gửi của mình là một sự kiện mà bất cứ nhà điều tiết (và chính trị gia) nào cũng muốn tránh bằng mọi giá. Một câu hỏi cũ lại được đặt ra từ tháng 8/2007 là tầm cỡ mối nguy đạo đức đến từ các bảo đảm ngầm sẽ cứu trợ các ngân hàng, khuyến khích họ chấp nhận rủi ro quá

mức vì cho rằng chính quyền sẽ can thiệp để ngăn chặn việc mất tính thanh khoản hoặc thậm chí là không trả nợ được nếu một tổ chức được coi là lớn tới mức không được phép để cho phá sản - tức là nó quá nhạy cảm về mặt chính trị, hoặc nó rất có thể sẽ kéo theo nhiều công ty khác. Từ góc nhìn tiến hóa thì vấn đề lại hơi khác. Có lẽ tốt nhất không nên xếp tổ chức nào vào loại "lớn tới mức không được phép để cho phá sản" vì nếu không có những lúc phá hủy sáng tạo thì quá trình tiến hóa sẽ bị ngăn cản. Kinh nghiệm của Nhật Bản những năm 1990 là lời cảnh báo đối với những người lập pháp và nhà điều tiết, rằng toàn bộ khu vực ngân hàng có thể trở thành một thứ tác động về kinh tế nặng nề nếu các tổ chức vẫn được đỡ đần cho dù chúng hoạt động kém, và những món nợ xấu không bị gạch bỏ.

Mỗi cú chấn động lên hệ thống tài chính ắt sẽ có thương vong. Nếu để yên thì chọn lọc tự nhiên sẽ nhanh chóng làm việc và loại bỏ những tổ chức yếu nhất trên thị trường, chúng thường bị những tổ chức thành công nuốt chửng. Nhưng hầu hết các cuộc khủng hoảng lại đem đến những luật lệ và quy định mới, vì các nhà lập pháp và nhà điều tiết vội giúp ổn định hóa hệ thống tài chính và bảo vệ người tiêu dùng/người bỏ phiếu. Điểm cốt yếu ở đây là không thể và không nên loại bỏ khả năng xảy ra tuyệt chủng bằng những luật lệ quá cẩn trọng. Như Joseph Schumpeter đã viết hơn 70 năm về trước: "Hệ thống kinh tế không thể thiếu kế sách cuối cùng là hủy diệt hoàn toàn những sự tồn tại không có cách nào thích ứng được". Điều này, theo cách nhìn của ông, đơn giản nghĩa là sự biến mất của "những công ty không đủ sức sống sót". [673]

Trong lúc viết sách này, tôi đã thường xuyên được hỏi rằng tôi có đặt nhầm tựa sách không. *Đồng tiền lên ngôi* có lẽ nghe lạc quan một cách vô lý (nhất là với những người không hiểu sự ám chỉ tới chương trình *Con người lên ngôi* của Bronowski) khi mà lạm phát vọt lên và việc đổ xô đầu tư vào hàng hóa có vẻ là tín hiệu sự đi xuống đúng theo nghĩa đen của niềm tin công chúng và sức mua của những đồng tiền mạnh như đồng đô la. Nhưng tới đây thì người đọc chắc hẳn đã thấy rõ hệ thống tài chính của chúng ta đã đi lên như thế nào kể từ nguồn gốc xa xôi của nó là hệ thống vay mượn tiền ở Lưỡng Hà cổ đại. Đúng là đã có những cuộc thoái lui, suy giảm và diệt vong lớn. Nhưng kể cả những lần tồi tệ nhất cũng không khiến chúng ta bị đẩy lùi hoàn toàn. Mặc dù lịch sử tài chính đi theo một đường răng cưa, nhưng hướng của nó, không có nghi ngờ gì, là đi lên.

Dù vậy, tôi có thể đã bày tỏ lòng kính trọng tương tự với Charles Darwin bằng cách đặt tên cuốn sách là *Tài chính mất ngôi*, vì câu chuyện tôi vừa kể mang tính tiến hóa đích thực. Khi ta rút tiền từ máy ATM, hay đầu tư từng phần lương tháng vào trái phiếu và chứng khoán, hay khi ta mua bảo hiểm cho ô tô của mình, hay khi ta tái thế chấp nhà của mình, hay khi ta từ bỏ sự "thiên vị nhà" mà đi vào những thị trường mới nổi, thì chính là ta đang tham

gia vào những giao dịch đã có nhiều tiền lệ lịch sử.

Tôi tin tưởng hơn bao giờ hết, rằng một khi chúng ta chưa hiểu được hoàn toàn nguồn gốc của loài sinh vật tài chính, chúng ta sẽ không bao giờ hiểu được sự thật cơ bản về đồng tiền: thay vì đó là "một con quái vật cần phải được đưa về đúng vị trí của nó", như Tổng thống Đức ca thán gần đây [674], các thị trường tài chính là chiếc gương của nhân loại, hé lộ từng giờ từng ngày làm việc cách mà chúng ta định giá bản thân và những tài nguyên chung quanh ta.

Không phải lỗi của gương nếu nó phản chiếu cả những vết thâm cũng rõ như phản chiếu vẻ đẹp của chúng ta.

Lời cảm ơn

Mặc dù viết lách là một công việc đơn độc, không có quyển sách nào lại là một hành trình đơn độc cả. Tôi rất biết ơn các nhân viên ở những cơ quan lưu trữ sau đây: Bảo tàng Lịch sử Amsterdam; Thư viện Quốc gia, Paris; Bảo tàng Anh, London; Bảo tàng Bông ở Sàn giao dịch bông Memphis; Cơ quan Lưu trữ Quốc gia Hà Lan, The Hague; Bảo tàng Bang Louisiana, New Orleans; Kho Lưu trữ Medici, Cơ quan Lưu trữ Thành phố Florence; Cơ quan Lưu trữ Quốc gia Scotland, Edinburgh; Thư viện Quốc gia, Venice; Cơ quan Lưu trữ Rothschild, London; và Kho Lưu trữ Scottish Widows, Edinburgh. Một số các nhà học giả và quản thư đã đáp lại lời kêu gọi giúp đỡ của tôi một cách nhiệt tình. Đặc biệt tôi muốn cảm ơn Melanie Aspey, Tristram Clarke, Florence Groshens, Francesco Guidi-Bruscoli, Greg Lambousy, Valerie Moar, Liesbeth Strasser, Jonathan Taylor and Lodewijk Wagenaar. Tôi cũng cảm ơn người trợ lý nghiên cứu đắc lực là Andrew Novo.

Lời cảm ơn đặc biệt gửi đến một nhóm các chuyên gia tài chính đã đồng ý cho tôi phỏng vấn: Domingo Cavallo, Joseph DiFatta, John Elick, Kenneth Griffin, William Gross, Jose Piñera, Huân tước Rothschild, ngài Evelyn de Rothschild, Richard Scruggs, George Soros, George Stevenson, Carmen Velasco, Paul Volcker, Sherron Watkins và Robert Zoellick. Tôi cũng đã học hỏi được nhiều từ những cuộc chuyện trò với những người tham gia các sự kiện được tổ chức bởi Morgan Stanley và GLG Partners.

Đây là quyển sách của Nhà xuất bản Penguin ở cả hai bờ Đại Tây Dương. Ở New York tôi đã có được diễm phúc và vinh hạnh được Ann Godoff biên tập lần đầu. Ở London, Simon Winder đã đảm bảo cho không thuật ngữ tối tăm nào được in ra.

Michael Page đã là một nhà biên tập bản thảo xuất sắc. Tôi cũng gửi lời cảm ơn tới Richard Duguid, Ruth Stimson, Rosie Glaisher, Alice Dawson, Helen Fraser, Stefan McGrath, Ruth Pinkney và Penelope Vogler.

Như ba quyển sách gần đây nhất của tôi, Đồng tiền lên ngôi ngay từ lúc bắt đầu đã vừa là một chương trình truyền hình dài tập vừa là một quyển sách. Với Kênh 4 BBC tôi nợ Julian Bellamy, Ralph Lee, Kevin Lygo và trên hết là Hamish Mykura. Những lần căng thẳng hiếm có giữa chúng ta đều mang tính sáng tạo. Tại W-NET/Kênh 13 ở New York, Stephan Segaller đã là một người ủng hộ vô giá. Tôi đặc biệt biết ơn đội quyên quỹ, đứng đầu là Barbara Banti-voglio, vì tất cả những nỗ lực của họ. Cả chương trình truyền hình lẫn cuốn sách này đều đã không thể hình thành nếu thiếu nhóm làm việc xuất sắc mà Chimerica Media đã lập ra: Dewald Aukema, người quay phim xuất chúng của chúng tôi, Rosalind Bentley, nhà nghiên cứu, Vaughan

Matthews, người quay phim phụ, Paul Paragon và Ronald van der Speck, kỹ thuật viên âm thanh thời vụ, Joanna Potts, trợ lý sản xuất, Vivienne Steel, nhà quản lý sản xuất, và Charlotte Wilkins, người điều phối sản xuất - và không quên người tiền nhiệm của cô là Hedda Archbold. Còn Melanie Fall và Adrian Pennink, những đồng nghiệp ở Chimerica của tôi; có thể nói rằng nếu không có họ thì Đồng tiền lên ngôi đã không thể hoàn thành.

Trong số những người đã giúp chúng tôi quay chương trình này, có một số "nhà chỉnh lý" đã bỏ sức ra giúp đỡ. Tôi gửi lời cảm ơn tới Sergio Ballivian, Rudra Banerji, Matias de Sa Moreira, Makarena Gagliardi, Laurens Grant, Juan Harrington, Fernando Mecklenburg, Alexandra Sanchez, Tiziana Tortarolo, Khaliph Troup, Sebastiano Venturo và Eelco Vijzelaar. Bạn tôi, Chris Wilson, đã đảm bảo cho tôi không bị lỡ một chuyến bay nào.

Tôi đã rất may mắn có được Andrew Wylie, nhà đại diện văn học tốt nhất thế giới và Sue Ay ton đóng vai trò của anh ở Đài Truyền hình Anh. Tôi cũng gửi lời cảm ơn tới James Pullen và tất cả những nhân viên khác ở các văn phòng tại London và New York của Hãng Đại diện Wylie.

Một số các nhà sử học, kinh tế học và hoạt động tài chính đã hào phóng đọc giúp toàn bộ hoặc một phần bản thảo, hoặc bàn luận những vấn đề chính cùng tôi. Tôi muốn cảm ơn Rawi Abdelal, Ewen Cameron Watt, Richart Carty, Rafael DiTella, Mohamed El-Erian, Benjamin Friedman, Brigitte Granville, Laurence Kotlikoff, Robert Litan, George Magnus, Ian Mukherjee, Greg Peters, Richard Roberts, Emmanuel Roman, William Silber, André Stern, Lawrence Summers, Richard Sylla, Nassim Taleb, Peter Terrdn và James Tisch. Tất nhiên, toàn bộ những sai sót về thông tin và cách hiểu đều là của cá nhân tôi.

Cuốn sách này đã được nghiên cứu và viết vào một thời điểm có những bất ổn tương đối lớn về mặt cá nhân. Nếu không có sự thông hiểu và trợ giúp của ba tổ chức học thuật sau thì việc này đã là bất khả thi. Tại Đại học Oxford, tôi muốn cảm ơn Hiệu trưởng và nghiên cứu viên của Trường Jesus, các đồng nghiệp của họ tại Trường Oriel và những quản thư ở thư viện Bodleian. Ở Học viện Hoover, Đại học Stanford, tôi mang nợ ông John Raisian, Giám đốc Học viện, và những nhân viên xuất sắc của ông, đặc biệt là Jeff Bliss, William Bonnett, Noel Kolak, Richard Sousa, Celeste Szeto, Deborah Ventura và Dan Wilhelmi. Những nghiên cứu viên Hoover đã giúp hoặc tạo cảm hứng cho tác phẩm này bao gồm Robert Barro, Stephen Haber, Alvin Rabushka và Barry Wemgast.

Tuy nhiên, món nợ lớn nhất của tôi là với những đồng nghiệp ở Đại học Harvard. Sẽ mất nhiều thời gian để cảm ơn từng thành viên Khoa Lịch sử của Harvard, nên xin hãy cho tôi chỉ nói đến những người đóng góp trực tiếp cho dự án này. Charles Meier đã vừa là một nguồn cảm hứng thường trực

vừa là người bạn quý. Jim Hankins đã đón tiếp nồng nhiệt và tỏ lòng hảo tâm tại Florence. Tôi cũng muốn cảm ơn David Armitage, Erez Manela, Ernest May và Daniel Sargent (hiện đã chuyển sang Đại học Berkeley, tiếc thay) vì đã lập ra ban Lịch sử Quốc tế là môi trường hoàn hảo cho việc nghiên cứu lịch sử liên ngành. Andrew Gordon và người kế nhiệm của ông, James Kloppenberg, đã lãnh đạo Khoa với kỹ năng và sự nhạy cảm xuất chúng. Và nếu như không có Janet Hatch và những nhân viên của bà, thì ít nhất một trong ba trụ cột là quản lý, nghiên cứu và giảng dạy chắc hẳn đã sụp đổ.

Tại Trung tâm Nghiên cứu châu Âu, tôi đã may mắn được cùng ở và cùng đàm luận với nhiều người, trong đó có David Blackbourn, Patricia Craig, Paul Dzus, Patrice Higonnet, Stanley Hoffman, Maya Jasanoff, Katiana Orluc, Anna Popiel, Sandy Selesky, Cindy Skach, Michelle Weitzel và Daniel Ziblatt.

Trên hết tất cả, các đồng nghiệp của tôi ở Trường Kinh doanh Harvard đã phải gánh chịu nhiều khó khăn trong các năm 2006-2007. Đầu tiên, tôi phải cảm ơn Hiệu trưởng Jay Light vì đã rất tốt bụng với tôi vào thời điểm khủng hoảng. Nhưng tôi cũng biết ơn không kém những thành viên của Bộ môn Kinh doanh và Chính phủ trong ban Kinh tế Quốc tế vì đã chấp nhận những lúc vắng mặt không báo trước của tôi, đặc biệt là Richard Vietor, người tôi đã bỏ rơi trong lúc hoạn nạn, cũng như Rawi Abdelal, Laura Alfaro, Diego Comin, Arthur Daemmrich, Rafael DiTella, Catherine Duggan, Lakshmi Iyer, Noel Maurer, David Moss, Aldo Musacchio, Forest Reinhardt, Julio Rotemberg, Debora Spar, Gunnar Trumbull, Louis Wells và Eric Werker. Zac Pelleriti đã cung cấp sự trợ giúp thiết yếu về mặt hành chính.

Tôi cũng xin gửi lời cảm ơn tới Steven Bloomfield và những đồng nghiệp của ông tại Trung tâm Quan hệ Quốc tế Weatherhead; Graham Allison và tất cả mọi người ở Trung tâm Khoa học và Quan hệ Quốc tế Belfer; Claudia Goldin và những người đã tham gia vào buổi hội đàm về Lịch sử kinh tế; và, cuối cùng nhưng không kém phần quan trọng là Dorothy Austin và Diana Eck và những thành viên khác của Lowell House.

Cuối cùng, tôi xin gửi lời cảm ơn tới những học trò của tôi ở cả hai bên bờ sông Charles, đặc biệt là những người đã tốt nghiệp trong các lớp mà tôi dạy vào các năm 1961,1964 và 1965. Tôi đã học được từ những bài viết của họ và từ vô số cuộc nói chuyện chính thức và không chính thức với họ, điều khiến cho những ngày làm việc ở Harvard vui đến vậy.

Trong lúc tôi viết cuốn sách này, vợ tôi đã đấu tranh để hồi phục sau một vụ tai nạn trầm trọng cũng như những khó khăn khác. Với cô ấy và con của chúng tôi, Felix, Freya và Lachlan, tôi mang nợ nhiều nhất. Tôi chỉ mong ước rằng có thể trả ơn họ bằng một đồng tiền giá trị hơn.

Cambridge, Massachusetts, tháng 6/2008

Chịu trách nhiệm xuất bản: TRẦN ĐOÀN LÂM
Biên tập: Biên tập viên Nhã Nam
In 2.000 cuốn, khổ 15x24cm tại Công ty CP In Viễn Đông, km 19+400, Giai Phạm, Yên Mỹ, Hưng Yên. Căn cứ trên số đăng ký kế hoạch xuất bản: 2366-2014/CXB/3-164/ThG và quyết định xuất bản số 341/QĐ-ThG của Nhà xuất bản Thế Giới ngày 26.12.2014. Ma ISBN: 978-604-77-1141-3. In xong và nộp lưu chiểu năm 2015.

CHÚ THÍCH

---

[1] Nói một cách chính xác, đây là sự tăng thu nhập cá nhân khả dụng trên đầu người giữa quý 3/2006 và quý 3/2007, Từ đó đến nay, nó tương đối ổn định, hầu như không tăng giữa tháng 3/2007 và tháng 3/2008. Dữ liệu từ *Báo cáo Kinh tế của Tổng thống năm 2008*, bảng B-31: http://www.gpoaccess.gov/eop/.

[2] Giá trị trung vị (Median): khái niệm trung bình trong thống kê có tính đến phân bố xác suất, là điểm nằm giữa trong tập hợp điểm số xếp theo thứ tự, theo đó số những trường hợp có giá trị lớn hơn giá trị trung vị bằng số những trường hợp có giá trị nhỏ hơn giá trị trung vị. Về ý nghĩa, khi các số liệu trong mẫu chênh lệch quá lớn thì không thể lấy giá trị trung bình làm đại diện cho mẫu mà tốt hơn là lấy giá trị trung vị làm đại diện. (*Chú thích của người dịch và Ban biên tập tiếng Việt; nếu ghi thêm TG là chú thích của tác giả. Các chú thích về nguồn trích dẫn được đánh số có ngoặc đơn theo từng chương và được diễn giải ở cuối sách, trong phần Ghi chú).*

[3] Carmen DeNavas-Walt, Bernadette D. Proctor và Jessica Smith, *Income, Poverty and Health Insurance Coverage in the United States: 2006* (Thu nhập, Đói nghèo và Bảo hiểm y tế ở Hoa Kỳ năm 2006) (Washington, DC, 8/2007), tr. 4.

[4] *We See Opportunity* (Chúng ta nhìn thấy cơ hội): Báo cáo hằng năm của Goldman Sachs 2007 (New York, 2008).

[5] Paul Collier, *The Bottom Billion: Why the Poorest Countries Are Failing and What Can Be Done About It* (Một tỷ người ở dưới cùng: Tại sao những nước nghèo nhất lại kém hoạt động và ta có thể làm gì) (Oxford, 2007).

[6] Nhà khoa học người Anh gốc Do Thái Ba Lan (1908-1974), người đã viết kịch bản và dẫn chương trình truyền hình nhiều kỳ của BBC nhan đề The Ascent of Man (Con người lên ngôi).

[7] Viết tắt là OTC: chỉ thị trường phi tập trung, buôn bán chứng khoán chưa niêm yết chính thức.

[8] Conduit: tổ chức có nhiệm vụ chứng khoán hóa các khoản vay có thế chấp để hưởng lợi tức hằng tháng.

[9] Loại hình tổ chức tài chính hình thành từ giữa thập niên 1980, hoạt động theo hình thức huy động vốn ngắn hạn bằng việc phát hành thương phiếu (commercial paper) với lãi suất thấp để đầu tư vào các loại chứng khoán được đảm bảo bằng tài sản với lãi suất cao.

[10] David Wessel, *"A* Source of our Bubble Trouble" (Nguồn gốc của sự cố bong bóng), *Wall Street Journal,* 17/1/2008.

[11] Đáng chú ý là, tỷ lệ này đối với các nữ sinh viên tốt nghiệp tăng từ 2,3% lên 3,4%. Những ông chủ vũ trụ vẫn vượt xa về số lượng so với các bà chủ. (TG)

[12] Ivy League: nhóm tám trường đại học (tư thục) hàng đầu của Hoa Kỳ gồm Đại học Brown, Đại học Columbia, Đại học Cornell, Đại học Dartmouth, Đại học Harvard, Đại học Princeton, Đại học Pennsylvania, Đại học Yale.

[13] Stephen Roach, "Special Compendium: Lyford Cay 2006" (Bản trích yếu đặc biệt: Lyford Cay 2006), *Nghiên cứu Morgan Stanley* (21/11/2006), tr. 4.

[14] Milton Friedman và Anna J. Schwartz, *A Monetary History of the United States, 1867-1960* (Lịch sử tiền tệ Hoa Kỳ, 1867-1960) (Princeton, 1963).

[15] . Viện Nghiên cứu Khảo sát Quốc tế Princeton, thực hiện theo yêu cầu Tổ chức Hỗ trợ Tín dụng Quốc gia, "Financial Literacy Survey" (Khảo sát về độ hiểu biết tài chính), 19/4/2007: http://www.nfcc.org/NFCC_SummaryReport_ToplmeFinal.pdf.

[16] Alexander R. Konrad, "Finance Basics Elude Citizens" (Người dân không hiểu những kiến thức cơ bản về tài chính), *Harvard Crimson*, 2/2/2008.

[17] Associated Press, "Teens Still Lack Financial Literacy, Survey Finds" (Khảo sát cho thấy thanh thiếu niên thiếu hiểu biết về tài chính), 5/4/2006: http://www.msnbc.msn.com/id/12168872/.

[18] Các chương trình 401(k) được đưa ra năm 1980 dưới hình thức một kế hoạch nghỉ hưu có mức đóng góp xác định. Người làm công có thể chọn một tỷ lệ tiền lương hay tiền công của họ được trả hay được "giữ lại" vào tài khoản 401(k). Sau đó họ sẽ được đề nghị chọn hình thức đầu tư khoản tiền ấy. Trừ một số ngoại lệ, số tiền này sẽ không phải đóng thuế chừng nào chưa bị rút khỏi tài khoản. (TG)

[19] "A World without Money" (Một thế giới không tiền), *Socialist Standard* (7/1979). Đoạn này được dịch từ bài "Les Amis de Quatre Millions de Jeune Travailleurs", *Un Monde sans Argent: Le Communisme* (Paris, 1975-6): http://www.geocities.com/~johngray/stanmond.htm.

[20] Thật vậy, bản thân Marx và Engels không đề ra việc loại bỏ tiền hoàn toàn, mà là "Tập trung tín dụng vào tay trung ương, thông qua một ngân hàng quốc gia có vốn trung ương và sự độc quyền hoàn toàn." Điều thứ 5 của Tuyên ngôn Cộng sản.

[21] Juan Forero, "Amazonian Tribe Suddenly Leaves Jungle Home" (Bộ tộc ở Amazon bỗng dưng rời bỏ nhà trong rừng), 11 /5/2006: http://www.entheology.org/edoto/anmviewer.asp?a=244.

[22] Những người Tây Ban Nha sang chinh phục châu Mỹ tìm kiếm cả

vàng và bạc. Địa điểm cư trú đầu tiên của Columbus, La Isabela trên đảo Hispaniola (ngày nay thuộc Cộng hòa Dominica), được thành lập để khai thác vàng trong vùng. Columbus cũng tin rằng ông đã tìm thấy bạc, nhưng các dấu tích duy nhất còn lại là mẫu quặng mà Columbus và người của ông ta đã mang đến từ Tây Ban Nha. (TG)

[23] Clifford Smyth, *Francisco Pizarro and the Conquest of Peru* (Francisco Pizarro và cuộc chinh phục Peru) (Whitefish, Montana, 2007 [1931]).

[24] Kể từ đám cưới của Ferdinand và Isabella năm 1474 cho tới thế kỷ 18, đất nước mà chúng ta gọi là Tây Ban Nha trên thực tế là sự kết hợp của hai vương quốc: Aragon và Castile. (TG)

[25] Michael Wood, *Conquistadors* (Những nhà chinh phục người Tây Ban Nha) (London, 2001), tr. 128.

[26] Để có một bài tường thuật sinh động từ điểm nhìn lợi thế của những nhà chinh phục cho thấy mục tiêu chính của họ là vàng, xem lá thư tháng 11/1533 của Hernando Pizarro gửi tới Hoàng gia Santo Domingo, trong cuốn *Những báo cáo về việc khám phá Peru* (London, 1872), tr. 113-27, chủ biên Clements R. Markham.

[27] M. A. Burkholder, *Colonial Latin America* (Thuộc địa Mỹ Latin) (lần tái bản thứ hai, Oxford, 1994), tr. 46.

[28] J. Hemming, *Conquest of the Incas* (Cuộc chinh phục những người Inca) (London, 2004), tr. 77.

[29] Như trên, tr. 355.

[30] Wood, *Conquistadors*, tr. 38,148.

[31] Hemming, *Conquest*, tr. 392.

[32] P. Bakewell, *A History of Latin America* (Lịch sử Mỹ Latin) (lần tái bản thứ hai, Oxford, 2004), tr. 186.

[33] Hemming, *Conquest*, tr. 356 trở đi.

[34] Hai anh em, tương truyền là những người sáng lập thành La Mã.

[35] Nghĩa gốc trong tiếng Tây Ban Nha là đồng thau.

[36] Xem Alexander Murray, *Reason and Society in the Middle Ages* (Lý trí và xã hội Trung cổ) (Oxford, 2002), tr. 25-58.

[37] Xem Thomas J. Sargent và Francois R. Velde, *The Big Problem of Small Change* (Vấn đề lớn về tiền lẻ) (Princeton, NJ, 2002).

[38] Bakewell, *History of Latin America*, tr. 182.

[39] Mauricio Drelichman và Hans-Joachim Voth, "Institutions and the Resource Curse in Early Modern Spain" (Tổ chức và lời nguyền tài nguyên của Tây Ban Nha cận đại), Báo cáo được trình bày tại Hội thảo về Cơ quan, Tổ chức và Chương trình phát triển CIAR ở Toronto, 16-18/3/2007.

[40] Hans J. Nissen, Peter Damerow và Robert K. Englund, *Archaic Bookkeeping: Early Writing and Techniques of Economic Administration in*

the Ancient Near East (Kế toán thời cổ đại: Những bài viết cổ và kỹ thuật quản lý kinh tế ở khu vực Cận Đông cổ đại) (London, 1993).

[41] Tôi rất biết ơn Tiến sĩ John Taylor ở Bảo tàng Anh vì sự chỉ dẫn và hỗ trợ chuyên nghiệp của ông trong việc giải mã những chữ hình nêm cổ. Tôi cũng đã học tập được nhiều từ "bảo tàng ảo" của Martin Schubik ở Yale: http://www.museumofmoney.org/babylon/.

[42] Ngày nay promissory note dùng để chỉ "kỳ phiếu" hay "lệnh phiếu".

[43] Glyn Davies, *A History of Money: From Ancient Times to the Present Day* (Lịch sử tiền tệ: Từ thời cổ đại tới ngày nay) (Cardiff, 1994); Jonathan Williams, với Joe Cribb và Elizabeth Errington (cb), *Money: A History* (Lịch sử của tiền) (London, 1997).

[44] Xem Marc Van De Mieroop, *Society and Enterprise in Old Babylonian Ur* (Xã hội và kinh doanh ở thành Ur, Babylon xưa) (Berlin, 1992) và những bài luận trong Michael Hudson và Marc Van De Mieroop (cb), *Debt and Economic Renewal in the Ancient Near East*, vol. Ill (Nợ và sự tái tạo kinh tế ở Cận Đông cổ đại, quyển thứ 3) (Bethesda, MD, 1998); Jack M. Sassoon, Gary Beckman và Karen S. Rubinson, *Civilizations of the Ancient Near East*, vol. Ill (Những nền văn minh ở Cận Đông cổ đại, quyển thứ 3) (London, 2000).

[45] Dãy Fibonacci xuất hiện trong tiểu thuyết Mật mã Da Vinci, và có lẽ đây là lý do hầu hết mọi người đã từng nghe đến nó. Tuy nhiên, dãy này lần đầu xuất hiện dưới tên mātrāmeru (núi nhịp điệu) trong tác phẩm của học giả Phạn Pingala. (TG)

[46] William N. Goetzmann, "Fibonacci and the Financial Revolution" (Fibonacci và cuộc cách mạng tài chính), Báo cáo NBER 10352 (3/2004).

[47] Công đồng [chung], hội nghị giám mục [toàn thế giới]. Cho đến nay đã có cả thảy 21 Công đồng của Giáo hội.

[48] John H. Munro, "The Medieval Origins of the Financial Revolution: Usury, Rentes, and Negotiability" (Nguồn gốc Trung Cổ của cuộc cách mạng tài chính: Cho vay nặng lãi, cho thuê và khả năng thương lượng), *International History Review*, 25, 3 (9/2003), tr. 505-62.

[49] *Thần khúc*, Nguyễn Văn Hoàn dịch, NXB Khoa học Xã hội, 2009.

[50] Về những lợi thế các thành phố của Italia được hưởng do việc nuôi dưỡng những cộng đồng Do Thái, xem Maristella Botticini, "A Tale of 'Benevolent' Governments: Private Credit Markets, Public Finance, and the Role of Jewish Lenders in Renaissance Italy" (Một câu chuyện về các chính phủ "rộng lượng": Các thị trường tín dụng tư nhân, tài chính công và vai trò của những người cho vay Do Thái ở Italia thời Phục hưng), *Journal of Economic History*, 60,1 (3/2000), tr. 164-189.

[51] Frederic C. Lane, *Venice: A Maritime Republic* (Venice: Một nền Cộng hòa Hàng hải) (Baltimore, 1973), tr. 300.

[52] Cùng tác giả, "Venetian Bankers, 1496-1533: A Study in the Early Stages of Deposit Banking" (Các nhà ngân hàng Venice: 1496-1533: Nghiên cứu về những giai đoạn đầu của ngân hàng gửi tiền), *Journal of Political Economy*, 45, 2 (4/1937), tr. 187-206.

[53] Benjamin C. I. Ravid, "The First Charter of the Jewish Merchants of Venice" (Điều lệ đầu tiên của những nhà thương buôn Do Thái ở Venice), *AJS Review*, 1 (1976), tr. 190 trở đi.

[54] Cùng tác giả, "The Legal Status of the Jewish Merchants of Venice, 1541-1638" (Vị thế pháp lý của những nhà thương buôn Do Thái ở Venice giai đoạn 1541-1638), *Journal of Political Economy*, 35,1 (3/1975), tr. 274-9.

[55] Rhiannon Edward, "Loan Shark Charged 11m per cent Interest" (Người cho vay nặng lãi đòi lãi 11 triệu %), *Scotsman*, 18/8/2006.

[56] John Hale, *The Civilization of Europe in the Renaissance* (Nền văn minh châu Âu thời Phục hưng) (London, 1993), tr. 83.

[57] Gene A. Brucker, "The Medici in the Fourteenth Century" (Nhà Medici vào thế kỷ 14), *Speculum*, 32,1 (1/1957), tr. 13.

[58] John H. Munro, "The Medieval Origins of the Financial Revolution: Usury, Rentes, and Negotiability" (Nguồn gốc Trung Cổ của cuộc cách mạng tài chính: Cho vay nặng lãi, cho thuê và khả năng thương lượng), *International History Review*, 25, 3 (9/2003), tr. 505-62.

[59] Richard A. Goldthwaite, "The Medici Bank and the World of Florentine Capitalism" (Ngân hàng Medici và thế giới tư bản Florence), *Past and Present*, 114 (2/1987), tr. 3-31. Để biết thêm về sự đi lên của gia đình Medici, xem Raymond de Roover, *The Rise and Decline of the Medici Bank, 1397-1494* (Sự thăng trầm của ngân hàng Medici, 1397-1494) (Cambridge, MA, 1963), tr. 9-34.

[60] Thuật ngữ này được sử dụng cho những cuốn sổ ghi lại thu nhập và lợi nhuận cũng như những thỏa thuận cụ thể hay các hợp đồng quan trọng. Các sổ sách khác mà nhà Medici sử dụng có *libro di entrata e uscita* (sổ thu nhập và chi tiêu) và *libro dei debitori e creditori* (sổ con nợ và chủ nợ). (TG)

[61] Kho Lưu trữ Quốc gia Venice, Mediceo Avanti Principato, MAP 133, 134, 153.

[62] Franz-Josef Arlinghaus, "Bookkeeping, Doubleentry Bookkeeping" (Kế toán, kế toán kép) trong Christopher Kleinhenz (cb), *Medieval Italy: An Encyclopedia*, vol. 1 (Toàn thư Italia Trung đại, quyển I) (New York, 2004). Cuốn sách đầu tiên miêu tả phương thức này là *Il libro dell'arte di mercatura* (Nghệ thuật giao thương) của Benedetto Cotrugli, xuất bản năm 1458.

[63] Raymond de Roover, "The Medici Bank: Organization and Management" (Ngân hàng Medici: Tổ chức và quản lý), *Journal of*

Economic History, 6, 1 (5/1946), tr. 24-52.

[64] Kho Lưu trữ Quốc gia Venice, Archivio del Monte, Catasto 1427. Tôi rất biết ơn Tiến sĩ Francesco Guidi đã gợi ý về những bài viết về Medici ở Kho Lưu trữ Quốc gia Florence.

[65] Raymond de Roover, "The Decline of the Medici Bank" (Sự suy tàn của ngân hàng Medici), *Journal of Economic History,* 7, 1 (5/1947), tr. 69-82.

[66] Chủ trương đốt mọi đồ vật bị coi là cám dỗ tội lỗi, như sách và tác phẩm nghệ thuật thế tục "vô đạo đức", mỹ phẩm, nhạc cụ, mà vụ rầm rộ nhất diễn ra ngày 7/2/1497. Sau này (23/5/1498) chính Savonarola bị thiêu chết tại một trong những nơi đốt "Lửa thiêu những phù hoa".

[67] Ý đối lại câu "nhỏ là đẹp" (small is beautiful) được dùng làm nhan đề cuốn sách của nhà kinh tế Anh E. F. Schumacher.

[68] Một cách gọi Cộng hòa Hà Lan thời kỳ 1581-1795.

[69] Stephen Quinn và William Roberds, "The Big Problem of Large Bills: The Bank of Amsterdam and the Origins of Central Banking" (Vấn đề lớn của những tờ bạc lớn: Ngân hàng Amsterdam và nguồn gốc của các ngân hàng trung ương), Báo cáo của Ngân hàng Dự trữ Liên bang Atlanta, 2005-16 (8/2005).

[70] Xem Peter L. Rousseau và Richard Sylla, "Financial Systems, Economic Growth, and Globalization" (Các hệ thống tài chính, tăng trưởng kinh tế và toàn cầu hóa) trong Michael D. Bordo, Alan M. Tayor và Jeffrey G. Williamson (cb), *Globalization in Historical Perspective* (Toàn cầu hóa dưới cái nhìn lịch sử) (Chicago / London, 2003), tr. 373-416.

[71] Xem Charles P. Kindleberger, *A Financial History of Western Europe* (Lịch sử tài chính Tây Âu) (London, 1984), tr. 94.

[72] Intelligent design: luận điểm theo đó vũ trụ tiến hóa có bàn tay thiết kế, sắp đặt (chẳng hạn của Chúa Trời) chứ không phải là một chuỗi hiện tượng ngẫu nhiên.

[73] Về nguyên tắc, độc quyền này chỉ được áp dụng trong bán kính 100km từ London, bởi vì trong thế kỷ 18 các ngân hàng tư nhân không bị ngăn cấm in tiền. (TG)

[74] Sự mất thanh khoản (illiquidity) xảy ra khi một công ty không bán đủ tài sản đáp ứng nghĩa vụ nợ của nó. Công ty đó có đủ lượng tài sản, nhưng chúng không dễ chuyển thành tiền do có quá ít người mua tiềm năng. Sự mất khả năng thanh toán hay không có khả năng trả nợ (insolvency) xảy ra khi giá trị các khoản nợ vượt hơn hẳn so với giá trị tài sản. Ranh giới phân biệt giữa hai hiện tượng này có phần khó hơn người ta nghĩ. Một công ty gặp phải khủng hoảng thanh khoản có thể bán tài sản của mình, nhưng chỉ bán được với mức giá quá thấp dẫn tới khả năng không trả được nợ. (TG)

[75] Walter Bagehot, *Lombard Street: A Description of the Money Market*

(Phố Lombard: Miêu tả thị trường tiền tệ) (London, 1873).

[76] Đơn vị tiền tệ cũ của Anh trước năm 1971. 1 bảng (pound sterling) = 20 shilling = 240 xu. 1 shilling = 12 xu.

[77] Dẫn theo Kindleberger, *Financial History,* tr. 87.

[78] Trong cùng thời gian, nợ do vay mua nhà đã tăng từ 54% thu nhập cá nhân khả dụng lên 140%. (TG)

[79] Tỷ lệ này được các nhà kinh tế gọi là k Marshall (Marshallian k) theo tên của nhà kinh tế Alfred Marshall. Nói một cách chặt chẽ thì k là tỷ lệ tiền cơ sở trên GDP danh nghĩa. (TG)

[80] Niall Ferguson và Oliver Wyman, *The Evolution of Financial Services: Making Sense of the Past, Preparing for the Future* (Sự tiến hóa của các dịch vụ tài chính: Giải nghĩa về quá khứ, chuẩn bị cho tương lai) (London / New York, 2007), tr. 34. Xem cả tr. 40 để biết con số tổng hợp về thanh khoản trên toàn cầu.

[81] Như trên, tr. 63.

[82] Như trên, tr. 48.

[83] http://www.bis.org/statistics/bankstats.htm.

[84] Nam tước [Victor] Rothschild, *Meditations of a Broomstick* (Những suy tư của một cây chổi) (London, 1977), tr. 17.

[85] Tỷ lệ của điểm ghi được (hit) trên mỗi lần đón đỡ bóng (bat) của cầu thủ bóng chày. Khi cầu thủ giao bóng (pitcher) đối phương phát bóng, cầu thủ đánh bóng (batter) sẽ dùng gậy bóng chày để đỡ bóng. Người đánh bóng chỉ ghi điểm khi đánh trúng bóng và chạy tới một trong bốn điểm mốc gọi là chốt (base) trên sân bóng. Tỷ lệ điểm 0,4 là mục tiêu rất khó đạt được. Không có cầu thủ bóng chày nào trong lịch sử đạt được tỷ lệ này trong cả đời thi đấu. Người đạt được cao nhất là cầu thủ huyền thoại Ty Cobb (1886-1961) với tỷ lệ ghi điểm 0,367 trong đời thi đấu của mình. Chỉ có 35 cầu thủ trong lịch sử bóng chày Mỹ đạt được trên 0,4 trong một mùa bóng: người gần đây nhất là Ted Williams (đội Boston Red Sox), đạt được tỷ lệ ghi điểm 0,406 vào năm 1941.

[86] David Wessel and Thomas T. Vogel Con, "Arcane World of Bonds is Guide and Beacon to a Populist President" (Thế giới trái phiếu bí hiểm là ngọn đèn chỉ lối cho một tổng thống dân túy), *Wall Street Journal,* 25/2/1993, tr. A1.

[87] Không nên nhầm tỷ suất lợi tức này với tỷ suất lợi tức đáo hạn (yield to maturity), trong đó tính cả khoảng thời gian cho tới khi trái phiếu được hoàn trả theo mệnh giá bởi chính phủ phát hành trái phiếu đó.(TG)

[88] Tác giả chơi chữ: trái phiếu tiếng Anh là *bond*, trùng tên với nhân vật điệp viên 007 James Bond trong loạt tiểu thuyết của nhà văn Ian Fleming.

[89] Raymond Goldsmith, *Premodern Financial Systems* (Những hệ thống tài chính cận đại) (Cambridge, 1987), tr. 157 trở đi, 164-9.

[90] Xem M. Veseth, *Mountains of Debt: Crisis and Change in Renaissance Florence, Victorian Britain and Postwar America* (Núi nợ: Khủng hoảng và thay đổi tại Florence thời Phục hưng, nước Anh thời Victoria, và nước Mỹ thời hậu chiến) (New York / Oxford, 1990).

[91] John H. Munro, "The Origins of the Modern Financial Revolution: Responses to Impediments from Church and State in Western Europe, 1200-1600" (Nguồn gốc của cuộc cách mạng tài chính hiện đại: Phản ứng đối với những cản trở của Nhà thờ và Chính quyền ở Tây Âu, năm 1200-1600), Báo cáo, University of Toronto, 2 (6/7/2001), tr. 7.

[92] James Macdonald, *A Free Nation Deep in Debt: The Financial Roots of Democracy* (Một quốc gia tự do lún sâu trong nợ: Những gốc rễ tài chính của nền dân chủ) (New York, 2003), tr. 81 trở đi.

[93] Chế độ đầu sỏ, còn gọi là chế độ quyền lực tập trung, chỉ thể chế khi đa số quyền lực nằm trong tay một nhóm thiểu số.

[94] Jean-Claude Hocquet, "City-State and Market Economy" (Thị quốc và nền kinh tế thị trường) trong Richard Bonney (cb), *Economic Systems and State Finance* (Các hệ thống kinh tế và tài chính nhà nước) (Oxford, 1995), tr. 87-91.

[95] Jean-Claude Hocquet, "Venice" trong Richard Bonney (cb), *The Rise of the Fiscal State in Europe*, c. *1200-1815* (Sự đi lên của đất nước tài chính ở châu Âu, k. 1200-1815) (Oxford, 1999), tr. 395.

[96] Frederic c. Lane, *Venice: A Maritime Republic* (Venice: Một nền Cộng hòa Hàng hải) (Baltimore, 1973), tr. 323.

[97] Cùng tác giả, "Venetian Bankers, 1496-1533: A Study in the Early Stages of Deposit Banking" (Các nhà ngân hàng Venice, 1496-1533: Nghiên cứu về những giai đoạn đầu của ngân hàng gửi tiền), *Journal of Political Economy*, 45, 2 (4/1937), tr. 197-98.

[98] Vùng nói tiếng Hà Lan ở Tây Bắc Âu, nay thuộc Bỉ, Hà Lan và Pháp: còn gọi là Phlamăng theo tính từ tiếng Pháp (Flamand).

[99] Munro, "Origins of the Modern Financial Revolution", (Nguồn gốc của cuộc cách mạng tài chính hiện đại), tr. 15-16.

[100] Martin Körner, "Public Credit" (Tín dụng công) trong Richard Bonney (cb), *Economic Systems and State Finance* (Các hệ thống kinh tế và tài chính nhà nước) (Oxford, 1995), tr. 520-21, 524. Xem cả Juan Gelabert, "Castile, 1504-1808" trong Richard Bonney (cb), *The Rise of the Fiscal State in Europe*, c. *1200-1815* (Oxford, 1999), tr. 208 trở đi.

[101] Marjolein 't Hart, "The United Provinces 1579-1806" (Các tỉnh Hợp nhất 1579-1806), trong Richard Bonney (cb), *The Rise of the Fiscal State in Europe, c. 1200-1815* (Oxford, 1999), tr. 311 trở đi.

[102] Và đây là nguồn gốc cái tên “consol" (trái phiếu hợp nhất vô thời hạn) để chỉ các loại trái phiếu mới của chính phủ Anh được tiêu chuẩn hóa.

(TG)

[103] Douglass C. North và Barry R. Weingast, "Constitutions and Commitment: The Evolution of Institutions Governing Public Choice in Seventeenth-Century England" (Hiến pháp và cam kết: Sự tiến hóa của các tổ chức quản lý sự lựa chọn của công chúng của nước Anh thế kỷ 17), *Journal of Political Economy*, 49, 4 (1989), tr. 803-32. Bài miêu tả kinh điển về cuộc cách mạng tài chính Anh là của P. G. M. Dickson, *The Financial Revolution in England: A Study in the Development of Public Credit, 1688-1756* (Cuộc cách mạng tài chính ở Anh: Nghiên cứu về sự phát triển của tín dụng công, 1688-1756) (London, 1967).

[104] *Tontine* được đặt theo tên của chủ nhà băng người Napoli, Lorenzo de Tonti. Với mỗi tontine, nhà đầu tư sẽ nhận được khoản cổ tức hằng năm trên vốn góp của mình. Khi mỗi nhà đầu tư chết, phần góp của người đó sẽ được phân phối lại cho những người đang còn sống. Quá trình này tiếp diễn cho tới khi chỉ còn duy nhất một nhà đầu tư còn sống. Người mua *tontine* chỉ nhận được cổ tức và không được hoàn vốn.

[105] Bài tường thuật hay nhất về cuộc khủng hoảng tài chính này của Pháp là của J. F. Bosher, *French Finances, 1770-1795* (Tài chính Pháp, 1770-1795), (Cambridge, 1970).

[106] Larry Neal, *The Rise of Financial Capitalism: International Capital Markets in the Age of Reason* (Sự đi lên của nền tư bản tài chính: Các thị trường vốn quốc tế trong Thời đại Lý trí) (Cambridge, 1990).

[107] *Hansard* (Bộ mới), cuốn XVIII, tr. 540-43.

[108] Xem miêu tả chi tiết của Niall Ferguson, *The World's Banker: The History of the House of Rothschild* (Nhà ngân hàng của thế giới: Lịch sử nhà Rothschild) (London, 1998). Xem cả Herbert H. Kaplan, *Nathan Mayer Rothschild and the Creation of a Dynasty: The Critical Years, 1806-1816* (Nathan Mayer Rothschild và sự sáng lập ra một triều đại: Những năm quan trọng, 1806-1816) (Stanford, 2006).

[109] Kho Lưu trữ Rothschild, London, XI/109, Nathan Rothschild gửi tới các anh em Amschel, Carl và James, 2/1/1816.

[110] Kho Lưu trữ Rothschild, London, XI/109/2/2/156, Salomon, Paris, gửi tới Nathan, London, 29/10/1815.

[111] Xem Nam tước [Victor] Rothschild, *The Shadow of a Great Man* (Cái bóng của một người đàn ông vĩ đại) (London, 1982).

[112] Bán đảo gồm hai nước Tây Ban Nha và Bồ Đào Nha.

[113] Philip Ziegler, *The Sixth Great Power: Barings, 1762-1929* (Sức mạnh vĩ đại thứ sáu: Barings, 1762-1929) (London, 1988), tr. 94-95.

[114] Heinrich Heine, *Ludwig Börne - ein Denkschrift: Sämtliche Schriften* (Kỷ niệm về Ludwig Börne: Toàn tập tác phẩm), tập IV (Munich, 1971), tr. 27.

[115] Heinrich Heine, "Lutetia" trong *Sämtliche Schriften*, tập V (Munich, 1971), tr. 321 trở đi, 353.

[116] Khuyết danh, *The Hebrew Talisman* (Tấm bùa Do Thái) (London 1840), tr. 28 trở đi.

[117] Henry Iliowzi, *'In the Pale': Stories and Legends of the Russian Jews* (Những câu chuyện và truyền thuyết của người Do Thái ở Nga) (Philadelphia, 1897).

[118] Song Hongbing, *Chiến tranh tiền tệ*, Hồ Ngọc Minh dịch, NXB Trẻ, 2008.

[119] Richard McGregor, "Chinese Buy into Conspiracy Theory" (Người Trung Quốc tin theo thuyết âm mưu), *Financial Times,* 26/9/2007.

[120] Marc Flandreau và Juan H. Flores, "Bonds and Brands: Lessons from the 1820s" (Trái phiếu và thương hiệu: Những bài học từ thập kỷ 1820), bài viết cho thảo luận của Trung tâm nghiên cứu Chính sách kinh tế, 6420 (8/2007).

[121] Xem danh sách hoàn chỉnh tất cả những đợt phát hành trái phiếu mà nhà Rothschild có liên quan tại J. Ayer, *A Century of Finance, 1804 to 1904: The London House of Rothschild* (Một thế kỷ tài chính, từ 1804 đến 1904: Nhà Rothschild ở London) (London, 1904), tr. 14-42.

[122] Về Amsterdam, xem James C. Riley, *International Government Finance and the Amsterdam Capital Market* (Tài chính chính phủ quốc tế và thị trường vốn Amsterdam) (Cambridge, 1980), tr. 119-94.

[123] Đã có lúc, khi Giám đốc Kho bạc Phổ Christian Rother muốn sửa đổi các điều khoản sau khi hợp đồng cho vay đã được ký kết, Nathan nổi giận đùng đùng: "Ông bạn thân mến, tôi đã hoàn thành nghĩa vụ của mình với Thượng đế, với nhà vua nước ông và với Bộ trưởng Tài chính von Rother, tất cả tiền của tôi đã tới chỗ ông tại Berlin... giờ thì đến lượt ông và nghĩa vụ của ông, là phải giữ lấy lời mình và không được nảy sinh những ý tưởng mới, tất cả mọi thứ phải được giữ nguyên theo thỏa thuận giữa những người đàn ông như chúng ta, và đó là điều tôi trông đợi, như ông có thể thấy trong việc tôi giao tiền cho ông. Mưu đồ đó không thể làm hại gì N. M. Rothschild, ông ta có tiền, có sức mạnh và thế lực, mưu đồ đó chỉ vô dụng thôi, và nhà vua Phổ, Hoàng thân Hardenberg và Bộ trưởng Rother sẽ hết sức hài lòng và sẽ nói lời cảm ơn với Rothschild, người gửi cho các ông rất nhiều tiền và huy động tín dụng cho nước Phổ." Việc một người Do Thái sinh ra trong khu Do Thái ở Frankfurt có thể viết với lời lẽ như vậy cho một viên chức Phổ cho thấy nhiều điều về cuộc cách mạng xã hội mà Nathan Rothschild và các anh em của ông ta là hiện thân. (TG)

[124] Niall Ferguson, "The first 'Eurobonds': The Rothschilds and the Financing of the Holy Alliance, 1818-1822" (Những trái phiếu châu Âu đầu tiên: Nhà Rothschild và việc cấp vốn cho Liên minh Thần thánh) trong

William N. Goetzmann và K. Geert Rouwenhorst (cb), *The Origins of Value: The Financial Innovations that Created Modern Capital Markets* (Nguồn gốc của giá trị: Những sáng kiến tài chính đã tạo nên thị trường vốn hiện đại) (Oxford, 2005), tr. 311-23.

[125] Johann Heinrich Bender, *Über den Verkehr mit Staatspapieren in seinen Hautrichtungen...* (Về sự buôn bán các trái phiếu nhà nước), *Als Beylageheft zum Archiv für die Civilist[ische] Praxis,* tập VIII (Heidelberg, 1825), tr. 6 trở đi.

[126] Là những trái phiếu được các công ty xếp hạng tín dụng đánh giá cao, có rủi ro thanh toán thấp.

[127] Heine, *Ludwig Börne,* tr. 28.

[128] Alfred Rubens, *Anglo-Jewish Portraits* (Chân dung những người Do Thái Anh) (London, 1935), tr. 299.

[129] *Times,* 15/1/1821.

[130] Bertrand Gille, *Histoire de la Maison Rothschild* (Lịch sử nhà Rothschild), tập I: *Des origines à 1848* (Khởi đầu đến 1848) (Geneva, 1965), tr. 487.

[131] Richard Hofstadter, *The Age of Reform from Bryan to F. D. R.* (Thời kỳ cải cách từ Bryan tới F.D.R.) (London, 1962), tr. 75 trở đi.

[132] Hermann Fürst Pückler, *Briefe eines Verstorbenen* (Thư người chết), Heinz Ohff cb (Kupfergraben, 1986), tr. 7.

[133] Đó là J. A. Hobson, tác giả của *Imperialism: A study* (Chủ nghĩa đế quốc: một nghiên cứu, 1902). Mặc dù nổi tiếng là một trong những nhà phê phán theo đường lối tự do sớm nhất về chủ nghĩa đế quốc nhưng Hobson lại có thái độ thù địch chống Do Thái một cách cổ điển trong vấn đề tài chính: “Bằng cách kiểm soát lượng lớn trái phiếu và cổ phiếu, bằng cách mở các công ty, bằng cách kiểm soát những biến động giá, những nhà tài phiệt trên thị trường chứng khoán thu lợi về cho mình. Những doanh nghiệp lớn đó - trong các lĩnh vực ngân hàng, môi giới, chiết khấu thương phiếu, cho vay, xúc tiến doanh nghiệp - tạo thành cốt tủy của chủ nghĩa tư bản quốc tế. Chúng kết dính với nhau bằng những ràng buộc chặt chẽ nhất về mặt tổ chức, luôn luôn có liên hệ gần gũi nhất và nhanh chóng nhất với nhau, an tọa tại trung tâm thủ đô kinh doanh ở tất cả các quốc gia và, ở châu Âu, bị kiểm soát chủ yếu bởi những người thuộc một chủng tộc riêng biệt và lạ kỳ, với hàng thế kỷ kinh nghiệm tài chính, chúng chiếm một vị trí đặc biệt để kiểm soát chính sách của các dân tộc." (TG)

[134] J. A. Hobson, *Imperialism: A Study* (Nghiên cứu về chủ nghĩa đế quốc) (London, 1902), Phần I, chương 4.

[135] Nguyên bản: Driving Dixie down. Dixie là tên gọi thông tục của miền Nam nước Mỹ. Tên gọi này xuất phát từ trái phiếu Dix (số nhiều là Dixies) trị giá 10 đô la do ngân hàng Citizens State ở New Orleans và các

ngân hàng ở bang Lousiana phát hành. Các khu vực quanh hai địa phương này được gọi là Dixieland (vùng Dixie). Dần dần tên gọi này được sử dụng rộng rãi để chỉ các bang miền Nam. Còn cụm từ “Driving Dixie down" lấy từ bài hát “The night they drove old Dixie down" của nhạc sĩ Robbie Robertson, ban nhạc rock The Band thu âm năm 1969. Nội dung bài hát nói về những ngày cuối cùng của cuộc Nội chiến Mỹ, khi quân đội miền Nam sắp đầu hàng miền Bắc.

[136] Trong Hải quân Hoa Kỳ, chức tước này có nghĩa đen là “sĩ quan mang cờ” chỉ các sĩ quan có cờ hiệu ghi nhận quyền chỉ huy. Từ năm 1857, đây là tước hiệu cũ cho các sĩ quan cấp cao, chỉ huy một đoàn tàu, sau này được thay bằng tước hiệu Thiếu tướng Hải quân (Commodore).

[137] Xem Douglas B. Ball, *Financial Failure and Confederate Defeat* (Thất bại tài chính và sự bại trận của Liên bang) (Urbana,1991).

[138] Irving Katz, *August Belmont: A Political Biography* (August Belmont: Tiểu sử chính trị) (New York, 1968), tr. 96-9.

[139] S. Diamond (cb), *A Casual View of America: The Home Letters of Salomon de Rothschild, 1859-1861* (Một cái nhìn thông thường về Mỹ: Những lá thư gia đình của Salomon de Rothschild, 1859-1861) (London, 1962).

[140] Xem Rudolf Glanz, "The Rothschild Legend in America" (Truyền thuyết Rothschild tại Mỹ), *Jewish Social Studies*, 19 (1957), tr. 3-28.

[141] Marc D. Weidenmier, "The Market for Confederate Cotton Bonds" (Thị trường cho trái phiếu bông Liên bang), *Explorations in Economic History*, 37 (2000), tr. 76-97. Xem cùng người viết, "Turning Points in the U.S. Civil War: Views from the Grayback Market" (Những bước ngoặt trong Nội chiến Mỹ: Các điểm nhìn từ thị trường Liên bang), *Southern Economic Journal* 68, 4 (2002), tr. 875-90.

[142] Danh hiệu dùng để chỉ vai trò của bông sản xuất ở miền Nam nước Mỹ đối với nền công nghiệp dệt ở châu Âu. Trong giai đoạn Nội chiến Mỹ, một số chính trị gia ở miền Nam gọi mặt hàng này là Vua Bông để nhấn mạnh vai trò của nó và muốn dùng nó để ép các nước châu Âu ủng hộ họ trong nội chiến.

[143] Xem W. O. Henderson, *The Lancashire Cotton Famine: 1861-1865* (Nạn khan hiếm bông Lancashire: 1861-1865) (Manchester, 1934); Thomas Ellison, *The Cotton Trade of Great Britain* (Ngành kinh doanh bông của Anh quốc) (New York, 1968 [1886]).

[144] Marc D. Weidenmier, "Comrades in Bonds: The Subsidized Sale of Confederate War Debt to British Leaders" (Các đồng minh trái phiếu: Việc bán được trợ cấp món nợ chiến tranh của Liên bang cho các nhà cầm quyền nước Anh), báo cáo của Đại học Claremont McKenna (2/2003).

[145] Richard Roberts, *Schroders: Merchants and Bankers* (Nhà

Schroder: Những nhà thương buôn và ngân hàng) (Basingstoke,1992) , tr. 66-67.

[146] Richard C. K. Burdekin và Marc D. Weidenmier, "Inflation is Always and Everywhere a Monetary Phenomenon: Richmond vs. Houston in 1864" (Lạm phát luôn là một hiện tượng tiền tệ ở mọi nơi: Richmond so với Houston năm 1864), *American Economic Review,* 91, 5 (12/2001), tr. 1621-30.

[147] Richard Burdekin và Marc Weidenmier, "Suppressing Asset Price Inflation: The Confederate Experience, 1861-1865" (Giảm lạm phát giá tài sản: Kinh nghiệm của Liên bang, 1861-1865), *Economic Inquiry,* 41,3 (7/2003), 420-32. Xem thêm Eugene M. Lerner, "Money, Prices and Wages in the Confederacy, 1861-65" (Tiền, giá cả và lương tại Liên bang, 1861-65), *Journal of Political Economy,* 63,1 (2/1955), tr. 20-40.

[148] Frank Griffith Dawson, *The First Latin American Debt Crisis* (Cuộc khủng hoảng nợ Mỹ Latin đầu tiên) (London, 1990).

[149] Kris James Mitchener và Marc Weidenmier, "Supersanctions and Sovereign Debt Repayment" (Siêu hình phạt và việc trả nợ chính phủ), báo cáo của NBER 11472 (2005).

[150] William Ewart Gladstone (1809-1898): Thủ tướng Anh trong bốn nhiệm kỳ, từ năm 1868 đến 1894.

[151] Niall Ferguson và Moritz Schularick, "The Empire Effect: The Determinants of Country Risk in the First Age of Globalization, 1880-1913" (Hiệu ứng đế quốc: những yếu tố quyết định rủi ro quốc gia trong thời kỳ toàn cầu hóa đầu tiên, 1880-1913), *Journal of Economic History,* 66,2 (6/2006), tr. 283-312.

[152] Kris James Mitchener và Marc Weidenmier, "Empire, Public Goods, and the Roosevelt Corollary" (Đế quốc, hàng tiêu dùng công chúng và hệ luận Roosevelt), *Journal of Economic History,* 65 (2005), tr. 658-92.

[153] William Cobbett, *Rural Rides* (Những chuyến đi nông thôn) (London, 1985 [1830]), tr. 117.

[154] Như trên, tr. 34,53.

[155] M de Cecco, *Money and Empire: The International Gold Standard, 1890-1914* (Tiền và đế quốc: Bản vị vàng quốc tế 1890-1914) (Oxford, 1973).

[156] Nói theo ngôn ngữ kinh tế học, mối quan hệ này có thể được viết đơn giản thành MV = PQ, trong đó M là số lượng tiền lưu hành, V là số vòng quay của tiền (tần suất giao dịch), P là mức giá và Q là giá trị thực tế của tổng số giao dịch. (TG)

[157] Theo Balderston, "War Finance and Inflation in Britain and Germany, 1914-1918" (Tài chính chiến tranh và lạm phát ở Anh và Đức, 1914-1918), *Journal of Economic History,* 42, 2 (5/1989), tr. 222-44.

[158] Được tính toán từ B. R. Mitchell, *International Historical Statistics: Europe, 1750-1993* (Số liệu lịch sử quốc tế: Châu Âu, 1750-1993) (London, 1998), tr. 358 trở đi.

[159] Jay Winter và Jean-Louis Robert (cb), *Capital Cities at War: Paris, London, Berlin 1914-1919* (Các thủ đô trong chiến tranh: Paris, London, Berlin 1914-1919), Studies in the Social and Cultural History of Modem Warfare, Số 2 (Cambridge, 1997), tr. 259.

[160] Là tình trạng người dân nắm giữ tiền do không có khả năng tiêu (do thiếu hàng hóa).

[161] Gerald D. Feldman, *The Great Disorder: Politics, Economy and Society in the German Inflation, 1914-1924* (Hỗn loạn lớn: Chính trị, kinh tế và xã hội trong thời lạm phát của Đức, 1914-1924) (Oxford / New York, 1997), tr. 211-54.

[162] Elias Canetti, *Crowds and Power* (Đám đông và quyền lực) (New York, 1988), tr. 186.

[163] John Maynard Keynes, *A Tract on Monetary Reform* (Tiểu luận về cải cách tiền tệ), in lại trong *Collected Writings*, cuốn IV (Cambridge, 1971), tr. 3, 29, 36.

[164] John Maynard Keynes, *The Economic Consequences of the Peace* (Các tác động kinh tế của hòa bình) (London, 1919), tr. 220-33.

[165] Giết chóc chứ không phải cái chết êm dịu mới là sở trường của Preobrazhensky; trong các lãnh tụ Bolshevik, ông là người có liên quan trực tiếp nhất tới việc hành hình Nikolai II và gia đình ông này. (TG)

[166] Frank Whitson Fetter, "Lenin, Keynes and Inflation" (Lenin, Keynes và lạm phát), *Economica*, 44,173 (2/1977), tr. 78.

[167] Mức lạm phát cao nhất trong lịch sử là của Hungary vào tháng 7/1946, khi giá cả tăng 4,19 tỷ tỷ (quintillion) phần trăm (419 và 16 số 0 đằng sau). (TG)

[168] Vào thời điểm viết cuốn sách này (tháng 3/2008), một đám cưới ở Zimbabwe có phí tổn 1 tỷ đô la Zimbabwe. Tỷ lệ lạm phát hằng năm là 100.000%. (TG)

[169] Giá tăng làm lương được điều chỉnh tăng. Lương tăng khiến chi phí sản xuất tăng và giá lại sẽ tăng theo.

[170] William C. Smith, "Democracy, Distributional Conflicts and Macro-economic Policymaking in Argentina, 1983-89" (Nền dân chủ, mâu thuẫn phân phối và hoạch định chính sách kinh tế vĩ mô ở Argentina, 1983-89), *Journal of Interamerican Studies and World Affairs*, 32, 2 (Hè 1990), tr. 1-42. Xem thêm Rafael Di Telia và Ingrid Vogel, "The Argentine Paradox: Economic Growth and Populist Tradition" (Nghịch lý Argentina: Sự phát triển kinh tế và tập quán dân túy), Trường Kinh doanh Harvard, Trường hợp 9-702-001 (2001).

[171] Jorge Luis Borges, "The Garden of Forking Paths" (Công viên những lối đi rẽ nhánh) trong *Labyrinths: Selected Stories and Other Writings* (Mê cung: truyện chọn lọc và những bài viết khác), Donald A. Yates và James E. Irby biên soạn (Harmondsworth, 1970), tr. 50 trở đi.

[172] Tiếng Latin: năm thần kỳ (ám chỉ sự kiện chủ nghĩa xã hội ở Đông Âu sụp đổ và bức tường Berlin bị dỡ bỏ vào năm 1989).

[173] Tiếng Latin: năm khủng khiếp.

[174] Ferguson, *World's Banker* (Nhà ngân hàng của thế giới), chương 27.

[175] Ban tiền tệ là một giới chức tiền tệ đảm bảo duy trì tỷ giá hối đoái cố định của đồng nội tệ so với một ngoại tệ. Chức năng này đòi hỏi các mục tiêu thông thường của ngân hàng trung ương sẽ bị phụ thuộc vào mục tiêu duy trì tỷ giá cố định. Ban tiền tệ chỉ phát hành lượng nội tệ đúng bằng lượng ngoại tệ (thường là đô la Mỹ) mà nó trữ trong kho. Hình thức này từng được áp dụng ở một số nước trên thế giới như Hồng Kông, Bulgaria, Lithuania, Argentina...

[176] Xem cụ thể hơn trong Gerardo della Paolera và Alan M. Taylor, *Straining at the Anchor: The Argentine Currency Board and the Search for Macroeconomic Stability, 1880-1935* (Căng neo: Hội đồng tiền tệ Argentina và cuộc tìm kiếm sự ổn định kinh tế vĩ mô, 1880-1935) (Chicago, 2001).

[177] "A Victory by Default" (Chiến thắng mặc định), *The Economist*, 3/3/2005.

[178] Xem thảo luận mới đây về vấn đề này trong Michael Tomz, *Reputation and International Cooperation: Sovereign Debt across Three Centuries* (Uy tín và hợp tác quốc tế: Nợ chính phủ qua ba thế kỷ) (Princeton, 2007).

[179] Về cuộc Đại Lạm phát, xem Fabrice Collard và Harris Dellas, "The Great Inflation of the 1970s" (Đại Lạm phát những năm 1970), báo cáo (1/10/2003); Edward Nelson, "The Great Inflation of the Seventies: What Really Happened?" (Đại Lạm phát những năm 70: Thật sự điều gì đã xảy ra?), Báo cáo tại Ngân hàng Dự trữ Liên bang St Louis, 2004-001 (1/2004); Allan H. Meltzer, "Origins of the Great Inflation" (Căn nguyên cuộc Đại Lạm phát), Federal Reverse Bank of St Louis Review, Phần 2 (Tháng 3-4 / 2005), tr. 145-75.

[180] 11 thị trường đó là Úc, Canada, Pháp, Đức, Hồng Kông, Ireland, Nhật Bản, Hà Lan, Thụy Điển, Anh quốc và Hoa Kỳ. Xem Watson Wyatt, "Global Pension Fund Assets Rise and Fall" (Tài sản quỹ lương hưu toàn cầu tăng và giảm); http://www.watsonwyatt.com/news/press.asp?ID=18579.

[181] CNN, 9/7/2000.

[182] Lời chứng của cựu chủ tịch Alan Greenspan, Báo cáo Chính sách Tiền tệ giữa năm của Hội đồng quản trị Ngân hàng Dự trữ Liên bang trước

Quốc hội, với sự tham gia của Hội đồng Ngân hàng, Nhà đất và Sự vụ Thành thị, Thượng viện Mỹ, 16/2/2005.

[183] Để đọc một bài đóng góp gần đây cho lĩnh vực rộng lớn này, xem Timothy Guinnane, Ron Harris, Naomi R. Lamoreaux và Jean-Laurent Rosenthal, "Putting the Corporation in its Place" (Đặt các tập đoàn vào đúng chỗ), báo cáo NBER 13109 (5/2007).

[184] Đặc biệt hãy xem Robert J. Shiller, *Irrational Exuberance* (Hân hoan thiếu lý trí) (lần tái bản thứ hai, Princeton, 2005).

[185] Tiếng Latin: nghĩa là người tinh khôn, tên khoa học của loài người trong sinh học.

[186] Xem Charles P. Kindleberger, *Manias*, *Panics and Crashes: A History of Financial Crises* (Điên cuồng, hoảng loạn và sụp đổ: Lịch sử khủng hoảng tài chính) (lần tái bản thứ ba, New York / Chichester / Brisbane / Toronto / Singapore, 1996), tr. 12-16. Kindleberger nợ những công trình tiên phong của Hyman Minsky. Xem hai bài luận chủ chốt của ông là Hyman P. Minsky, "Longer Waves in Financial Relations: Financial Factors in the More Severe Depressions" (Những con sóng dài hơn trong quan hệ tài chính: Các yếu tố tài chính trong những cuộc suy thoái tồi tệ hơn), *American Economic Review,* 54, 3 (5/1964), tr. 324-35; "Financial Instability Revisited: The Economics of Disaster" (Nói lại về sự bất ổn tài chính: Kinh tế học của thảm họa) trong Minsky (cb), *Inflation, Recession and Economic Policy* (Lạm phát, suy thoái và chính sách kinh tế) (Brighton, 1982), tr. 117-61.

[187] Kindleberger, *Manias,* tr. 14

[188] "The Death of Equities" (Cái chết của chứng khoán), *Business Week,* 13/8/1979.

[189] Tỷ lệ giá cổ phiếu chia cho thu nhập gồm cả cổ tức. Mức trung bình dài hạn (từ năm 1871) của chỉ số giá/thu nhập ở Mỹ là 15,5. Chỉ số này đạt mức tối đa vào năm 1999: 32,6. Hiện nay nó ở mức 18,6 (số liệu theo Chỉ số Standard and Poor's 500, được mở rộng theo số liệu lịch sử của Global Financial Data). (TG)

[190] "Dow 36.000" (Chỉ số Dow 36.000 điểm), *Business Week,* 27/9/1999.

[191] William N. Goetzmann và Philippe Jorion, "Global Stock Markets in the Twentieth Century" (Các thị trường chứng khoán toàn cầu trong thế kỷ 20), *Journal of Finance,* 54, 3 (6/1999), tr. 953-80.

[192] Jeremy J. Siegel, *Stocks for the Long Run: The Definitive Guide to Financial Market Returns and Long-Term Investment Strategies* (Chứng khoán dài hạn: Hướng dẫn tốt nhất về lợi nhuận của thị trường tài chính và những chiến lược đầu tư dài hạn) (New York, 2000).

[193] Elroy Dimson, Paul Marsh và Mike Stanton, *Triumph of the*

Optimists: 101 Years of Global Investment Returns (Chiến thắng của những người lạc quan: 101 năm lợi nhuận đầu tư toàn cầu) (Princeton, 2002).

[194] Paul Frentrop, *A History of Corporate Governance, 1602-2002* (Lịch sử quản trị doanh nghiệp, 1602-2002) (Brussels, 2003), tr. 49-51.

[195] Từ 1580 cho đến 1640 ngôi vua Tây Ban Nha và Bồ Đào Nha được thống nhất. (TG)

[196] Ronald Findlay và Kevin H. O'Rourke, *Power and Plenty: Trade, War, and the World Economy in the Second Millennium* (Sức mạnh và phồn vinh: Buôn bán, chiến tranh và nền kinh tế thế giới trong thiên niên kỷ thứ hai) (Princeton, 2007), tr. 178.

[197] Frentrop, *Corporate Governance,* tr. 59.

[198] Tiếng Latin, tức là "người cha của gia đình".

[199] Về sự mâu thuẫn của nước Cộng hòa Hà Lan tư bản theo thuyết Calvin, xem Simon Schama, *The Embarrassment of Riches: An Interpretation of Dutch Culture in the Golden Age* (Nỗi xấu hổ của sự giàu có: Một cách hiểu về văn hóa Hà Lan thời kỳ hoàng kim) (New York, 1997 [1987]).

[200] John P. Shelton, "The First Printed Share Certificate: An Important Link in Financial History" (Giấy chứng nhận cổ phần được in đầu tiên: Một mắt xích quan trọng trong lịch sử tài chính), *Business History Review*, 39,3 (Thu 1965), tr. 396.

[201] Shelton, "The First Printed Share Certificate", tr. 400-01.

[202] Engel Sluiter, "Dutch Maritime Power and the Colonial Status Quo, 1585-1641" (Sức mạnh Hàng hải Hà Lan và hiện trạng thực dân, 1585-1641), *Pacific Historical Review*, 11, 1 (3/1942), tr. 33.

[203] Như trên, tr. 34.

[204] Frentrop, *Corporate Governance*, tr. 69.

[205] Larry Neal, "Venture Shares of the Dutch East India Company" (Cổ phần mạo hiểm của Công ty Đông Ấn Hà Lan) trong William N. Goetzmann và K. Geert Rouwenhorst (cb), *The Origins of Value: The Financial Innovations that Created Modern Capital Markets* (Nguồn gốc của giá trị: Những sáng kiến tài chính tạo ra các thị trường vốn hiện đại) (Oxford, 2005), tr. 167.

[206] Neal, "Venture Shares", tr. 169.

[207] Ý nói những người đầu cơ giá lên (bull) tranh giành với những người đầu cơ giá xuống (bear)

[208] Schama, *Embarrassment of Riches,* tr. 349

[209] Như trên, tr. 339.

[210] Neal, "Venture Shares", tr. 169.

[211] Frentrop, *Corporate Governance*, tr. 85.

[212] Như trên, tr. 95-96.

[213] Trên lý thuyết, việc xóa bỏ tính bấp bênh của cổ tức trong tương lai khiến cổ phiếu bình thường cũng ngang với cổ phiếu ưu đãi, hay thậm chí trái phiếu. (TG)

[214] Như trên, tr. 103. Xem thêm Neal, "Venture Shares", tr. 171.

[215] Neal, "Venture Shares", tr. 166.

[216] Findlay và O'Rourke, *Power and Plenty,* tr. 178.

[217] Như trên, tr. 179-83. Xem thêm Sluiter, "Dutch Maritime Power", tr. 32.

[218] Findlay và O'Rourke, *Power and Plenty*, tr. 208.

[219] Femme S. Gaastra, "War, Competition and Collaboration: Relations between the English and Dutch East India Company in the Seventeenth and Eighteenth Centuries" (Chiến tranh, cạnh tranh và hợp tác: Quan hệ giữa người Anh và Công ty Đông Ấn Hà Lan vào thế kỷ 17-18), H. V. Bowen, Margarette Lincoln và Nigel Ribgy (cb), *The Worlds of the East India Company* (Các thế giới của Công ty Đông Ấn) (Leicester, 2002), tr. 51.

[220] Gaastra, "War, Competition and Collaboration", tr. 58.

[221] Ann M. Carlos và Stephen Nicholas, "'Giants of an Earlier Capitalism': The Chartered Trading Companies as Modern Multinationals" (Những người khổng lồ của nền tư bản thời kỳ đầu: Những công ty kinh doanh có điều lệ trong vai trò các công ty đa quốc gia hiện đại), *Business History Review*, 62, 3 (Thu 1988), tr. 398-419.

[222] Principal-agent problem: còn gọi là vấn đề ủy thác và nhậm thác, tức nói đến tình huống mà lợi ích của người quản lý và của cổ đông xung khắc nhau.

[223] Gaastra, "War, Competition and Collaboration", tr. 51.

[224] Findlay và O'Rourke, *Power and Plenty,* tr. 183.

[225] Như trên, tr. 185, hình 4.5.

[226] Gaastra, "War, Competition and Collaboration", tr. 55.

[227] Một chỉ số cho thấy sự thành công của Ngân hàng Amsterdam là chỉ số lạm phát theo giá tiêu dùng giảm từ mức 2% mỗi năm trong giai đoạn 1550-1608 xuống còn 0,9% mỗi năm trong giai đoạn 1609-1658, và chỉ còn 0,1% trong giai đoạn 1659-1779. Việc cổ phiếu VOC lên giá gần tám lần có thể so sánh với sự lên giá ở thị trường chứng khoán hiện đại sau khi được điều chỉnh theo lạm phát. (TG)

[228] Jan de Vries và A. van der Woude, *The First Modern Economy: Success, Failure and Perseverance of the Dutch Economy, 1500-1815* (Nền kinh tế hiện đại đầu tiên: Thành công, thất bại và sự bền bỉ của nền kinh tế Hà Lan, 1500-1815) (Cambridge, 1997), tr. 396.

[229] Andrew McFarland Davis, "An Historical Study of Law's System" (Nghiên cứu lịch sử về Hệ thống của Law), *Quarterly Journal of Economics,* 1,3 (4/1887), tr. 292.

[230] H. Montgomery Hyde, *John Law: The History of an Honest Adventurer* (John Law: Lịch sử một kẻ phiêu lưu trung thực) (London, 1969), tr. 83.

[231] Earl J. Hamilton, "Prices and Wages at Paris under John Law's System" (Giá cả và tiền lương ở Paris dưới hệ thống của John Law), *Quarterly Journal of Economics,* 51,1 (11/1936), tr. 43.

[232] 42. Davis, "Law's System", tr. 300.

[233] Như trên, tr. 305.

[234] Thomas E. Kaiser, "Money, Despotism, and Public Opinion in Early Eighteenth-Century Finance: John Law and the Debate on Royal Credit" (Tiền, chế độ chuyên quyền và dư luận trong tài chính đầu thế kỷ 18: John Law và cuộc tranh luận về tín dụng hoàng gia), *Journal of Modern History,* 63,1 (3/1991), tr. 6.

[235] Max J. Wasserman và Frank H. Beach, "Some Neglected Monetary Theories of John Law" (Một số thuyết tiền tệ bị bỏ qua của John Law), *American Economic Review*, 24,4 (12/1934), tr. 653.

[236] James Macdonald, *A Free Nation Deep in Debt: The Financial Roots of Democracy* (Một đất nước tự do lún sâu trong nợ: Gốc rễ tài chính của nền dân chủ) (New York, 2003), tr. 192.

[237] Kaiser, "Money", tr. 12.

[238] Như trên, tr. 18.

[239] Hamilton, "Prices and Wages", tr. 47.

[240] Davis, "Law's System", tr. 317.

[241] Antoin E. Murphy, *John Law: Economic Theorist and Policy-Maker* (John Law: Nhà lý thuyết kinh tế và lập pháp) (Oxford, 1997), tr. 233.

[242] Hamilton, "Prices and Wages", tr. 55.

[243] Murphy, *John Law*, tr. 201.

[244] Như trên, tr. 190.

[245] Còn có thể tìm thấy dấu tích của những người sống sót tại các hạt vùng Acadiana như St Charles, St James và St John Tẩy Giả. (TG)

[246] Xem Larry Neal, *The Rise of Financial Capitalism: International Capital Markets in the Age of Reason* (Cambridge, 1990), tr. 74.

[247] Kaiser, "Money", tr. 22.

[248] Xem thêm bằng chứng về các nhà đầu cơ người Anh chạy khỏi Paris vào tháng 11 và 12 năm đó ở Neal, *Financial Capitalism*, tr. 68.

[249] Murphy, *John Law*, tr. 213-14.

[250] Như trên, tr. 205.

[251] Nam tước Wharncliffe (biên soạn), *The Letters and Works of Lady Mary Wortley Montagu* (Những lá thư và bài viết của Phu nhân Mary Wortley Montagu) (Paris, 1837), tr. 321-22.

[252] Earl J. Hamilton, "John Law of Lauriston: Banker, Gamester,

Merchant, Chief?" (John Law xứ Lauriston: Nhà ngân hàng, con bạc, nhà thương buôn, thủ lĩnh?), *American Economic Review*, 57, 2 (5/1967), tr. 273.

[253] Murphy, *John Law*, tr. 201-2.

[254] Hamilton, "John Law", tr. 276.

[255] Murphy, *John Law*, tr. 239. Xem thêm Hamilton, "Prices and Wages", tr. 60.

[256] Kaiser, "Money", tr. 16,20.

[257] Như trên, tr. 22.

[258] Murphy, *John Law*, tr. 235.

[259] Như trên, tr. 250.

[260] Hyde, *haw,* tr. 159.

[261] Schama, *Embarrassment of Riches,* tr. 366 trở đi.

[262] Như trên, tr. 367 trở đi.

[263] Xem những ý kiến trái ngược nhau trong Neal, *Financial Capitalism*, tr. 89-117; Edward Chancellor, *Devil Take the Hindmost: A History of Financial Speculation* (Quỷ lấy nhiều nhất: Lịch sử đầu cơ tài chính) (London, 1999), tr. 58-95.

[264] Chancellor, *Devil Take the Hindmost,* tr. 64.

[265] Tiền thân của đảng Tự do.

[266] Đạo luật Bong bóng xem việc lập các công ty mới mà không được phép theo luật định là bất hợp pháp và cấm các công ty đang tồn tại không được tiến hành các hoạt động nào không được nêu trong điều lệ của họ. (TG)

[267] Câu nói trong *Kinh Thánh* về sự tái lâm của Chúa Jesus, rằng "Chúa sẽ đến thình lình như một kẻ trộm trong đêm".

[268] Như trên, tr. 84.

[269] Neal, *Financial Capitalism,* tr. 90, 111-12. Như Neal đã nhận thấy, một nhà đầu tư mua một chứng khoán South Sea vào đầu năm 1720 và bán đi vào cuối năm, bỏ qua bong bóng ở giữa, vẫn sẽ có được 56% lợi nhuận mỗi năm.

[270] Julian Hoppitt, 'The Myths of the South Sea Bubble" (Những truyền thuyết về vụ bong bóng South Sea), *Transactions of the Royal Historical Society,* 12 (2002), tr. 141-65.

[271] Tom Nicholas, "Trouble with a Bubble" (Vấn đề bong bóng), Trường Kinh doanh Harvard, Trường hợp số N9-807-146 (28/2/2007), tr. 1.

[272] William L. Silber, *When Washington Shut Down Wall Street: The Great Financial Crisis of 1914 and the Origins of America's Monetary Supremacy* (Lúc Washington đóng cửa Phố Wall: Cuộc Đại Khủng hoảng tài chính năm 1914 và nguồn gốc sự thống trị tiền tệ của Mỹ) (Princeton, 2006).

[273] Niall Ferguson, "Political Risk and the International Bond Market between the 1848 Revolution and the Outbreak of the First World War" (Rủi ro về chính trị và thị trường trái phiếu quốc tế giữa cuộc Cách mạng 1848 và

lúc Thế chiến thứ nhất nổ ra), *Economic History Review, 59,*1 (2/2006), tr. 70-112.

[274] *New York Times,* 23/10/1929.

[275] Nicholas, "Trouble with a Bubble", tr. 4.

[276] Như trên, tr. 6.

[277] Chancellor, *Devil Take the Hindmost,* tr. 199 trở đi.

[278] Xem Milton Friedman và Anna J. Schwartz, *A Monetary History of the United States, 1867-1960* (Lịch sử tiền tệ Hoa Kỳ, 1867-1960) (Princeton, 1963), tr. 299-419. Chương "The Great Contraction" (Cuộc Đại co cụm) nên là một bài đọc cần thiết cho tất cả những người làm nghề tài chính.

[279] Như trên, tr. 309, ghi chú 9. Tất cả những ai đọc ghi chú này sẽ hiểu vì sao Cục Dự trữ Liên bang lại nhanh chóng và hào phóng giúp đỡ JP Morgan mua Bear Sterns vào tháng 3/2007.

[280] Như trên, tr. 315.

[281] Như trên, tr. 317.

[282] Như trên, tr. 396.

[283] Như trên, tr. 325.

[284] Như trên, tr. 328.

[285] Cục Điều tra Số liệu thương mại Hoa Kỳ, *Historical Statistics of the United States: Colonial Times to 1970* (Thống kê lịch sử của Hoa Kỳ: Từ thời thuộc địa tới năm 1970) (Washington, DC, 1975), tr. 1019.

[286] Barry Eichengreen, *Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression, 1919-1939* (Xiềng xích vàng: Bản vị vàng và cuộc Đại Suy thoái, 1919-1939) (New York / Oxford, 1992). Xem cùng tác giả, 'The Origins and Nature of the Great Slump Revisited" (Nói lại về căn nguyên và bản chất của cuộc Đại Suy thoái), *Journal of Economic History,* 45, 2 (5/1992), tr. 213-39.

[287] Xem Ben S. Bernanke, "The Macroeconomics of the Great Depression: A Comparative Approach" (Kinh tế học vĩ mô về cuộc Đại Suy thoái: Một cách tiếp cận so sánh), báo cáo NBER 4814 (8/1994).

[288] Hyman P. Minsky, "Introduction: Can 'It' Happen Again? A Reprise" (Giới thiệu: Liệu "điều đó" có thể xảy ra lần nữa không? - Bàn lại) trong *Inflation, Recession and Economic Policy* (Brighton, 1982), tr. xi.

[289] Fat-tail: một thuật ngữ thống kê để chỉ những biến cố hiếm khi xảy ra nhưng lại có hậu quả to lớn.

[290] Chỉ số đã giảm 10% hoặc hơn vào 23 trong số 113 năm.

[291] Xem Nicholas Brady, James C. Cotting, Robert G. Kirby, John R. Opel và Howard M. Stem, *Report of the Presidential Task Force on Market Mechanisms* (Báo cáo của lực lượng hành động của Tổng thống về các cơ chế thị trường), gửi cho Tổng thống Hoa Kỳ, Bộ trưởng Tài chính và Chủ

tịch Hội đồng Ngân hàng Dự trữ Liên bang (Washington, DC, 1/1988). Đặc biệt đáng quan tâm đối với các nhà sử học là sự so sánh với năm 1929: xem phụ lục VIII, tr. 1-13.

[292] James Dale Davidson và William Rees-Mogg, *The Great Reckoning: How the World Will Change in the Depression of the 1990's* (Tính toán lớn: Thế giới sẽ thay đổi như thế nào trong cuộc suy thoái những năm 1990?) (London, 1991).

[293] Xem góc nhìn của Greenspan về sự kiện đó trong Alan Greenspan, *The Age of Turbulence: Adventures in a New World* (Kỷ nguyên hỗn loạn: Những cuộc phiêu lưu ở Tân Thế giới) (New York, 2007), tr. 100-110.

[294] Đây là loại lãi suất mà các ngân hàng cho vay lẫn nhau bằng các khoản dự trữ tại Hệ thống Liên bang, thường trong khoảng thời gian rất ngắn, ủy ban Thị trường Mở Liên bang, gồm bảy thành viên của Ban Thống đốc Cục Dự trữ Liên bang và mười hai chủ tịch các ngân hàng Dự trữ Liên bang khu vực, đặt ra một lãi suất mục tiêu trong các cuộc họp thường kỳ. Ngân hàng Dự trữ Liên bang New York có trách nhiệm làm cho lãi suất có hiệu lực thông qua các hoạt động thị trường mở (mua vào hoặc bán ra trái phiếu trên thị trường New York). (TG)

[295] Cách diễn đạt của ông mang tính khó hiểu đặc trưng: "Rõ ràng, mức lạm phát thấp càng kéo dài liên tục đồng nghĩa với càng ít cảm giác bất định về tương lai, và tiền bù rủi ro (risk premium) càng thấp đồng nghĩa với giá chứng khoán càng cao... Song làm sao chúng ta biết được vào lúc nào thì niềm hưng phấn thiếu lý trí đã đẩy giá trị tài sản lên cao? Chúng ta, với tư cách là ngân hàng trung ương, không cần quan tâm liệu bong bóng tài sản tài chính sụp đổ có đe dọa làm suy yếu nền kinh tế thực... Song chúng ta không nên đánh giá thấp, hay dửng dưng trước mức độ phức tạp của các tác động qua lại lẫn nhau giữa các thị trường tài sản và nền kinh tế." (TG)

[296] Greenspan, *Age of Turbulence,* tr. 166.

[297] Như trên, tr. 167.

[298] Như trên, tr. 190-5.

[299] Như trên, tr. 200-01.

[300] Greenspan put, nói đến việc Greenspan luôn sẵn sàng giảm lãi suất để hỗ trợ thanh khoản cho thị trường.

[301] Bản tường thuật hay nhất là của Bethany McLean và Peter Elkind, *The Smartest Guys in the Room: The Amazing Rise and Scandalous Fall of Enron* (Những kẻ thông minh nhất: sự đi lên đáng gờm và đi xuống đầy bê bối của Enron) (New York, 2003).

[302] Công ty này ban đầu đã định đặt tên là Enteron, cho đến khi Tạp chí Phố Wall chỉ ra "enteron" là từ gốc Hy Lạp dùng để chỉ đường ruột. (TG)

[303] Như trên, tr. 55.

[304] Xem quan điểm của chính bà trong Mimi Swartz và Sherron

Watkins, *Power Failure: The Inside Story of the Collapse of Enron* (Thất bại của quyền lực: Chuyện nội bộ về sự sụp đổ của Enron) (New York, 2003).

[305] Công ty Đầu tư Chewco, lấy tên theo nhân vật Chewbacca dũng cảm, trung thực trong loạt phim *Star Wars* (Chiến tranh giữa các vì sao), ra mắt tập đầu năm 1977, tập cuối năm 2008, do George Lucas đạo diễn. Đây là một trong những loạt phim ăn khách nhất của điện ảnh Mỹ.

[306] Raptor: chim ăn thịt; talon: móng vuốt (của loài chim ăn thịt).

[307] "The Big Easy", biệt danh của New Orleans xuất phát từ sự tìm việc dễ dàng cũng như việc quản lý rượu chè lỏng lẻo nơi đây.

[308] Đại dịch xảy ra ở châu Á và châu Âu thế kỷ 14 với sức tàn phá khủng khiếp. Anh là một trong những nước chịu ảnh hưởng nặng nề nhất.

[309] Rawle O. King, "Hurricane Katrina: Insurance Losses and National Capacities for Financing Disaster Risks" (Bão Katrina: Thua lỗ bảo hiểm và khả năng trợ cấp cho rủi ro thiên tai của quốc gia), Báo cáo của Ban nghiên cứu Quốc hội trước Quốc hội, 31/1/2008, bảng 1.

[310] Hợp đồng bảo hiểm điển hình của người sở hữu nhà ở bờ Vịnh có một điều khoản bổ sung khấu trừ bão (Hurricane Deductible Endorsement), trong đó tỷ lệ phần trăm khấu trừ được áp dụng cho bất kỳ yêu cầu nào về "mất mát hoặc thiệt hại vật chất trực tiếp đối với tài sản được bảo hiểm gây nên bởi gió, gió mạnh, mưa đá, mưa rào, lốc xoáy, gió xoáy, gây ra bởi hoặc tạo ra từ bão". Tuy nhiên, thường có một điều khoản loại trừ đại loại thế này: "chúng tôi không bảo hiểm... đối với bất cứ mất mát nào mà lẽ ra không xảy ra nếu không có một hoặc nhiều sự kiện đặc biệt sau", chẳng hạn như "thiệt hại do nước, nghĩa là... nước lụt, nước trên mặt, sóng, thủy triều, sóng thần, sóng hồ, sự tràn nước, hoặc nước bắn từ bất kỳ nguồn nào nêu trên, tất cả bất kể có do gió tạo ra hay không". Hơn thế nữa, "chúng tôi không bảo hiểm cho những mất mát như vậy bất kể: (a) nguyên nhân của sự kiện đặc biệt này; hay (b) các nguyên nhân khác gây ra mất mát; hay (c) các nguyên nhân khác tác động đồng thời hoặc theo bất cứ một trình tự nào với sự kiện đặc biệt để gây ra mất mát; hay (d) sự kiện xảy ra bất thình lình hay từ từ..." Đây là một ví dụ điển hình về một điều khoản điều kiện được thiết kế để giới hạn trách nhiệm của nhà bảo hiểm theo một cách mà người mua hợp đồng bảo hiểm không dễ dàng hiểu được. (TG)

[311] Joseph B. Treaster, "A Lawyer Like a Hurricane: Facing Off Against Asbestos, Tobacco and Now Home Insurers" (Một luật sư như một cơn bão: Đối mặt với amiăng, cây thuốc lá và bây giờ là các nhà bảo hiểm nhà cửa), *New York Times,* 16/3/2007.

[312] Xem chi tiết trong Richard F. Scruggs, "Hurricane Katrina: Issues and Observations" (Cơn bão Katrina: Các vấn đề và nhận xét), American Enterprise Institute-Brookings Judicial Symposium, "Insurance and Risk Allocation in America: Economics, Law, and Regulation" (Bảo hiểm và

phân phối rủi ro ở Mỹ: Kinh tế, luật pháp và quy định), Trung tâm Luật Georgetown, 20-22/9/2006.

[313] Các công ty bảo hiểm bất động sản và tai nạn của Mỹ có lợi nhuận ròng sau thuế là 43 tỷ đô la năm 2005 và 64 tỷ đô la năm 2006, so với mức trung bình chưa đến 24 tỷ đô la trong 3 năm trước đó. (TG)

[314] Chi tiết tại http://www.usa.gov/Citizen/Topics/PublicSafety/Hurricane_Katrina_Recover và http://www.ldi.state.la.us/HurricaneKatrina.htm.

[315] Cộng sự của Scruggs là Timothy Balducci đã bị ghi âm khi đang đề nghị trao 40.000 đô la cho Thẩm phán Lackey. "Người duy nhất trên thế giới này, ngoài tôi và ông ra, đã thảo luận vấn đề này là tôi và Dick," ông Balducci nói với Thẩm phán Lackey. "Chúng ta, ồ, tôi muốn nói là không một ai ngoài ba người trên thế giới này biết được bất cứ điều gì về việc này... và hai người trong số đó hiện đang ngồi tại đây, và người thứ ba, ồ, đó là Scruggs... ông ta với tôi, ồ, tôi có thể nói như thế nào được nhỉ, trong vòng năm hay sáu năm gần đây, có những thi thể chôn vùi, ông biết không, mà tôi và ông ta biết là ở đâu." Ngày 1/11/2007, Balducci gọi cho Scruggs để báo là vị Thẩm phán hiện đang cảm thấy "đã được tiếp cận nhiều hơn với sự thật và pháp luật so với trước đây" và để yêu cầu là liệu Scruggs "có thể làm thêm chút nữa, ông biết đấy, với khoảng một chục nữa". Scruggs nói ông sẽ "lo chuyện đó". (TG)

[316] Peter Lattman, "Plaintiffs Laywer Scruggs is Indicted on Bribery Charges" (Luật sư cho nguyên đơn Scruggs bị buộc tội nhận hối lộ), *Wall Street Journal* 29/11/2007; Ashby Jones và Paulo Prada, "Richard Scruggs Pleads Guilty" (Richard Scruggs nhận tội), như trên, 15/3/2008.

[317] King, "Hurricane Katrina", tr. 4.

[318] Naomi Klein, *The Shock Doctrine: The Rise of Disaster Capitalism* (Học thuyết sốc: Sự đi lên của chủ nghĩa tư bản thảm họa) (New York, 2007).

[319] http://www.nhc.noaa.gov/pastdec.shtml.

[320] John Schwartz, "One Billion Dollars Later, New Orleans is Still at Risk" (Sau một tỷ đô, New Orleans vẫn còn rủi ro), *New York Times*, 17/8/2007.

[321] Michael Lewis, "In Nature's Casino" (Trong sòng bạc của tự nhiên), *New York Times Magazine*, 26/8/2007.

[322] Hãy giở lời kết để xem phân tích sâu hơn về sự khác biệt quan trọng này. (TG)

[323] National Safety Council, "What are the Odds of Dying?" (Khả năng chết là bao nhiêu?), http://www.nsc.org/lrs/statinfo/odds.htm. Thống kê về ung thư xem tại Viện Ung thư Quốc gia, "Số liệu thống kê ung thư SEER, 1975-2004", bảng 1-17: http://srab.cancer.gov/devcan/. Xác suất trọn đời của

việc chết do ung thư ở Hoa Kỳ vào giữa năm 2002 và 2004 chính xác là 21,29%, với khoảng tin cậy 95%.

[324] Florence Edler de Roover, "Early Examples of Marine Insurance" (Những ví dụ đầu tiên về bảo hiểm hàng hải), *Journal of Economic History,* 5, 2 (11/1945), tr. 172-200.

[325] Như trên, tr. 188-89.

[326] Xu hướng chung của con người "mất bò mới lo làm chuồng" đã được minh họa rõ nét qua lịch sử bảo hiểm hỏa hoạn. Chỉ sau trận hỏa hoạn New York năm 1835 thì các bang của Mỹ mới bắt đầu yêu cầu các công ty bảo hiểm duy trì mức dự trữ phù hợp. Chỉ sau trận hỏa hoạn Hamburg năm 1842 thì tái bảo hiểm mới được phát triển như một cách để các công ty bảo hiểm chia sẻ rủi ro từ các thảm họa lớn. (TG).

[327] A. H. John, "The London Assurance Company and the Marine Insurance Market of the Eighteenth Century" (Công ty bảo hiểm London và thị trường bảo hiểm hàng hải thế kỷ 18), *Economica,* bộ mới, 25,98 (5/1958), tr. 130.

[328] Paul A. Papayoanou, "Interdependence, Institutions, and the Balance of Power" (Sự phụ thuộc lẫn nhau, các tổ chức, và thế cân bằng sức mạnh), *International Security,* 20, 4 (Xuân 1996), tr. 55.

[329] Roover, "Early Examples of Marine Insurance", tr. 196.

[330] M. Greenwood, "The First Life Table" ("Bảng tuổi thọ đầu tiên"), *Notes and Records of the Royal Society of London*, 1, 2 (10/1938), tr. 70-2.

[331] Đoạn văn này mang nợ lớn đối với Peter L. Bernstein, *Against the Gods: The Remarkable Story of Risk* (Đấu với thần: Câu chuyện phi thường về rủi ro) (New York, 1996).

[332] Gregory Clark, *A Farewell to Alms: A Brief Economic History of the World* (Giã từ bố thí: Lịch sử sơ bộ về kinh tế thế giới) (Princeton, 2007).

[333] Wallace còn là thành viên của Hội Triết học Edinburgh, nơi ông đã trình bày "Luận văn về số lượng nhân loại vào các thời cổ đại và hiện đại", một công trình mà xét trên nhiều phương diện được xem là mở đường cho *Essay on the Principle of Population* (Luận thuyết về Nguyên lý dân số) của Thomas Malthus. (TG)

[334] Xem những bài luận trong A. Ian Dunlop (cb), *The Scottish Ministers' Widows' Fund, 1743-1993* (Quỹ Góa phụ của các mục sư Scotland, 1743-1993) (Edinburgh, 1992) để biết thêm chi tiết.

[335] Những tài liệu chủ chốt có thể được tìm thấy ở tư liệu Robert Wallace, Kho Lưu trữ Quốc gia Scotland: CH/9/17/6-13.

[336] G. W. Richmond, "Insurance Tendencies in England" (Các xu hướng bảo hiểm ở Anh), *Annals of the American Academy of Political and Social Science*, 161 (5/1932), tr. 183.

[337] A. N. Wilson, *A Life of Walter Scott: The Laird of Abbotsford* (Tiểu

sử Walter Scott: Lãnh chúa Abbotsford) (London: Pimlico, 2002), tr. 169-71.

[338] Scott là nạn nhân của một cuộc khủng hoảng tài chính được châm ngòi bởi cuộc khủng hoảng nợ đầu tiên của châu Mỹ Latin (xem chương 2). Có lê ông còn là nạn nhân của cơn thèm khát bất động sản. Để giúp trang trải chi phí cho trang trại yêu thích của ông ở Abbotsford, nhà văn đã trở thành người đứng tên khống cho nhà in xuất bản sách của ông là James Ballantyne & Co., và nhà xuất bản liên kết John Ballantyne & Co. Ông cũng đầu tư vào nhà xuất bản Archibald Constable của chính mình, do tin tưởng rằng lợi nhuận từ những cổ phần này cao hơn so với tiền hoa hồng truyền thống, ông giữ bí mật về các quyền lợi kinh doanh này vì cho rằng chúng không tương thích với vị trí của ông là lục sư của Tòa Hình sự và chánh án tòa án quận. Sự sụp đổ của Ballantyne và Constable năm 1825 đã để lại cho Scott món nợ từ 117.000 bảng đến 130.000 bảng. Thay vì bán trang trại Abbotsford, Scott thề sẽ viết để tìm đường xóa nợ. Ông đã làm được điều đó, song phải trả giá bằng chính sức khỏe của mình khi ông mất năm 1832. Nếu như ông chết sớm hơn thì những người cho ông vay tiền đã được thừa hưởng hợp đồng bảo hiểm từ hãng Scottish Widows. (TG)

[339] Bản quảng cáo gốc 1986 dùng ảnh do David Bailey chụp, trong đó cô con gái Deborah của diễn viên Roger Moore đóng vai góa phụ Scotland quyến rũ. (TG)

[340] G. Clayton và W. T. Osborne, "Insurance Companies and the Finance of Industry" (Các công ty bảo hiểm và tài chính ngành công nghiệp), *Oxford Economic Review*, bộ mới, 10, 1 (2/1958), tr. 84-97.

[341] "American Exceptionalism" (Tính ngoại lệ của nước Mỹ), *The Economist*, 10/8/2006.

[342] http://www.workhouses.org.uk/index.html/StMarylebone/StMarylebone.shtm
.

[343] Lothar Gall, *Bismarck: The White Revolutionary* (Bismarck: Nhà cách mạng trắng), tập II: *1879-1898,* J. A. Underwood dịch (London, 1986), tr. 129.

[344] H. G. Lay, *Marine Insurance: A Text Book of the History of Marine Insurance*, *including the Functions of Lloyd's Register of Shipping* (Bảo hiểm hàng hải: Sách giáo khoa về lịch sử bảo hiểm hàng hải, bao gồm Những chức năng của sổ đăng ký tàu biển của Lloyd) (London, 1925), tr. 137.

[345] Richard Sicotte, "Economic Crisis and Political Response: The Political Economy of the Shipping Act of 1916" (Khủng hoảng kinh tế và phản ứng chính trị: Cơ sở kinh tế chính trị của Đạo luật Hàng hải năm 1916), *Journal of Economic History*, 59,4 (12/1999), tr. 861-84.

[346] Khuyết danh, "Allocation of Risk between Marine and War Insurer"

(Phân bổ rủi ro giữa bảo hiểm hàng hải và bảo hiểm chiến tranh), *Yale Law Journal* 51, 4 (2/1942), tr. 674; mục "War Risks in Marine Insurance" (Các rủi ro chiến tranh trong bảo hiểm hàng hải), *Modern Law Review*, 10,2 (3/1947), tr. 211-14.

[347] Alfred T. Lauterbach, "Economic Demobilization in Great Britain after the First World War" (Giải ngũ kinh tế ở Anh sau Thế chiến thứ nhất), *Political Science Quarterly*, 57,3 (9/1942), tr. 376-93.

[348] Correlli Barnett, *The Audit of War* (Kiểm tra sổ sách chiến tranh) (London, 2001), tr. 31-32.

[349] Richmond, "Insurance Tendencies", tr. 185.

[350] Charles Davison, "The Japanese Earthquake of 1 September" (Động đất ở Nhật Bản ngày 1/9), *Geographical Journal* 65,1 (1/1925), tr. 42-43.

[351] Yoshimichi Miura, "Insurance Tendencies in Japan" (Các xu hướng bảo hiểm ở Nhật Bản), *Annals of the American Academy of Political and Social Science,* 161 (5/1932), tr. 215-19.

[352] Herbert H. Gowen, "Living Conditions in Japan" (Điều kiện sinh sống tại Nhật Bản), *Annals of the American Academy of Political and Social Science*, 122 (11/1925), tr. 163.

[353] Kenneth Hewitt, "Place Annihilation: Area Bombing and the Fate of Urban Places" (Xóa sổ địa điểm: Đánh bom khu vực và số phận của các địa điểm thành thị), *Annals of the Association of American Geographers*, 73 (1983), tr. 263.

[354] Khuyết danh, "War Damage Insurance" (Bảo hiểm thiệt hại chiến tranh), *Yale Law Journal* 51, 7 (5/1942), tr. 1160-1. Tổ chức này đã kiếm được 210 triệu đô la, khi thu phí tiền bảo hiểm từ 8 triệu hợp đồng và chỉ phải trả một phần khiêm tốn.

[355] Kingo Tamai, "Development of Social Security in Japan" (Sự phát triển của an sinh xã hội ở Nhật Bản), trong Misa Izuhara (cb), *Comparing Social Policies: Exploring New Perspectives in Britain and Japan* (So sánh các chính sách xã hội: Khám phá những quan điểm mới ở Anh và Nhật) (Bristol, 2003), tr. 35-48. Xem cả Gregory J. Kasza, "War and Wehare Policy in Japan" (Chiến tranh và chính sách phúc lợi xã hội Nhật Bản), *Journal of Asian Studies,* 61, 2 (5/2002), tr. 428.

[356] Theo đề xuất của Hội đồng Hệ thống An sinh Xã hội (1950).

[357] W. Macmahon Ball, "Reflections on Japan" (Nghĩ về Nhật Bản), *Pacific Affairs,* 21,1 (3/1948), tr. 15-16.

[358] Beatrice G. Reubens, "Social Legislation in Japan" (Lập pháp mang tính xã hội ở Nhật Bản), *Far Eastern Survey,* 18, 23 (16/11/1949), tr. 270.

[359] Keith L. Nelson, "The 'Warfare State': History of a Concept" (Quốc gia chiến tranh: Lịch sử của một khái niệm), *Pacific Historical Review,* 40, 2 (5/1971), tr. 138-39.

[360] Kasza, "War and Welfare Policy", tr. 418-19.

[361] Như trên, tr. 423.

[362] Như trên, tr. 424.

[363] Nakagawa Yatsuhiro, "Japan, the Welfare Super-Power" (Nhật Bản, cường quốc phúc lợi), *Journal of Japanese Studies,* 5,1 (Đông 1979), tr. 5-51.

[364] Như trên, tr. 21.

[365] Như trên, tr. 9.

[366] Như trên, tr. 18.

[367] Xem các nghiên cứu so sánh của Gregory J. Kasza, *One World of Welfare: Japan in Comparative Perspective* (Một thế giới phúc lợi: Nhật Bản dưới cái nhìn so sánh) (Ithaca, 2006); Neil Gilbert và Ailee Moon, "Analyzing Welfare Effort: An Appraisal of Comparative Methods" (Phân tích nỗ lực phúc lợi: đánh giá những phương thức so sánh), *Journal of Policy Analysis and Management*, 7,2 (Đông 1988), tr. 326-40.

[368] Kasza, *One World of Welfare,* tr. 107.

[369] Peter H. Lindert, *Growing Public: Social Spending and Economic Growth since the Eighteenth Century* (Công chúng đang phát triển: Chi tiêu xã hội và phát triển kinh tế từ thế kỷ 18) (Cambridge, 2004), tập I, bảng 1.2.

[370] Hiroto Tsukada, *Economic Globalization and the Citizens' Welfare State* (Toàn cầu hóa kinh tế và nhà nước phúc lợi cho công dân) (Aldershot / Burlington / Singapore / Sydney, 2002), tr. 96.

[371] Milton Friedman và Anna J. Schwartz, *A Monetary History of the United States* (Lịch sử tiền tệ Hoa Kỳ)/ 1867/1960 (Princeton, 1963).

[372] Milton Friedman và Rose D. Friedman, *Two Lucky People: Memoirs* (Hai người may mắn: Hồi ký) (Chicago / London, 1998), tr. 399.

[373] Như trên, tr. 400.

[374] Như trên, tr. 593.

[375] Friedman đã giải thích vào năm 1988 là ông cũng đưa ra một Khuyến nghị hầu như tương tự về lạm phát cho chính phủ Trung Quốc, song ông không hề nhận được "dòng thác phản đối vì đã sẵn sàng tư vấn cho một chính phủ xấu xa như vậy", bất chấp thực tế là nó "đã và hiện vẫn đang là một chính phủ tàn bạo còn hơn cả chế độ độc tài quân sự Chile". (TG)

[376] Patricio Silva, "Technocrats and Politics in Chile: From the Chicago Boys to the CEIPLAN Monks" (Những nhà kỹ trị và đời sống chính trị ở Chile: từ các Chàng trai Chicago đến những tu sĩ CEIPLAN), *Journal of Latin American Studies*, 23, 2 (5/1991), tr. 385-410.

[377] Bill Jamieson, "25 Years On, Chile Has a Pensions Message for Britain" (25 năm sau, Chile có một lời nhắn về lương hưu cho Vương quốc Anh), *Sunday Business*, 14/12/2006.

[378] Rossana Castiglioni, "The Politics of Retrenchment: The

Quandaries of Social Protection under Military Rule in Chile, 1973-1990" (Tính chính trị của tình trạng cắt xén: Thế khó xử của sự bảo vệ xã hội dưới chế độ quân quản ở Chile, 1973-1990), *Latin American Politics and Society,* 43,4 (Đông 2001), tr. 39 trở đi.

[379] Như trên, tr. 55.

[380] Jose Piñera, "Empowering Workers: The Privatization of Social Security in Chile" (Trao quyền cho công nhân: Tư nhân hóa an sinh xã hội ở Chile), *Tạp chí Cato,* 15, 2-3 (Thu/Đông 1995/96), tr. 155-166.

[381] Như trên, tr. 40.

[382] Teresita Ramos, "Chile: The Latin American Tiger?" (Chile: Con hổ Mỹ Latin?), Trường Kinh doanh Harvard, Trường hợp 9-798-092 (21/3/1999), tr. 6.

[383] Laurence J. Kotlikoff, "Pension Reform as the Triumph of Form over Substance" (Cải cách lương hưu như sự chiến thắng của hình thức với nội dung), *Economists' Voice* (1/2008), tr. 1-5.

[384] Armando Barrientos, "Pension Reform and Pension Coverage in Chile: Lessons for Other Countries" (Cải cách lương hưu và độ phủ lương hưu ở Chile: Bài học cho các nước khác), *Bullentin of Latin American Research,* 15,3 (1996), tr. 312.

[385] "Destitute No More" (Không còn nghèo khổ), *The Economist*, 16/8/2007.

[386] Barrientos, "Pension Reform", tr. 309. Xem cả Raul Madrid, "The Politics and Economics of Pension Privatization in Latin America" (Tính chính trị và kinh tế của việc tư nhân hóa lương hưu ở Mỹ Latin), *Journal of Latin American Studies*, 37, 2 (2002), tr. 159-82.

[387] Medicare: chương trình bảo hiểm xã hội của chính phủ Mỹ, cung cấp bảo hiểm y tế cho người già trên 65 tuổi.

[388] Tất cả số liệu là của năm 2004, dữ liệu mới nhất có thể so sánh được có trong cơ sở dữ liệu Chỉ số phát triển thế giới của Ngân hàng Thế giới.

[389] Tôi biết ơn Laurence J. Kotlikoff và Scott Bums, *The Coming Generational Storm: What You Need to Know about America's Economic Future* (Cơn bão thế hệ sắp đến: Những gì bạn cần biết về tương lai của nền kinh tế Mỹ) (Cambridge, 2005). Xem cả Peter G. Peterson, *Running on Empty: How the Democratic and Republican Parties Are Bankrupting Our Future and What Americans Can Do about It* (Chạy xe hết xăng: Các đảng Dân chủ và Cộng hòa đang làm phá sản tương lai của nước Mỹ ra sao và người dân có thể làm điều gì?) (New York, 2005).

[390] Ruth Helman, Craig Copeland và Jack VanDerhei, "Will More of Us Be Working Forever? The 2006 Retirement Confidence Survey" (Chúng ta có nhiều người đi làm vĩnh viễn hơn không? Khảo sát Niềm tin về hưu

2006), Báo cáo sơ bộ của Trung tâm Nghiên cứu Phúc lợi Nhân viên, 292 (3/2006).

[391] Medicaid: chương trình y tế của chính phủ Mỹ cho những người và gia đình có thu nhập thấp.

[392] Gene L. Dodaro, quyền Kiểm toán trưởng Hoa Kỳ, "Working to Improve Accountability in an Evolving Environment" (Làm việc để tăng cường kiểm toán trong một môi trường luôn tiến hóa), diễn văn tại Hội nghị Hiệp hội Chính phủ và Tổ chức Phi lợi nhuận của các nhà kiểm toán đã được chứng nhận của bang Maryland 2008 (18/3/2008).

[393] James Brooke, "A Tough Sell: Japanese Social Security" (Khó bán: An sinh xã hội Nhật Bản), *New York Times*, 6/5/2004.

[394] Xem Mutsuko Takahashi, *The Emergence of Welfare Society in Japan* (Sự xuất hiện xã hội phúc lợi ở Nhật) (Aldershot / Brookfield / Hồng Kông / Singapore / Sydney, 1997), tr. 185. Xem cả Kasza, *One World of Welfare*, tr. 179-82.

[395] Alex Kerr, *Dogs and Demons: The Fall of Modern Japan* (Chó và quỷ: Sự sụp đổ của Nhật Bản hiện đại) (London, 2001), tr. 261-66.

[396] Gavan McCormack, *Client State: Japan in the American Embrace* (Đất nước khách hàng: Nhật Bản trong vòng tay Mỹ) (London, 2007), tr. 45-69.

[397] Lisa Haines, "World's Largest Pension Funds Top $10 Trillion" (Quỹ lương hưu lớn nhất thế giới đạt tới 10 nghìn tỷ đô la), *Financial News*, 5/9/2007.

[398] "Living Dangerously"(Sống mạo hiểm), *The Economist*, 22/1/2004.

[399] Philip Bobbitt, *Terror and Consent: The Wars for the Twenty-first Century* (Khủng bố và đồng thuận: Những cuộc chiến tranh giành thế kỷ 21) (New York, 2008), đặc biệt là tr. 98-179.

[400] Suleiman abu Gheith, trích trong sách như trên, tr. 119.

[401] Graham Allison, "Time to Bury a Dangerous Legacy, Part 1" (Đã đến lúc phải chôn vùi một di sản nguy hiểm, Phần một), *Yale Global*, 14/3/2008. Cùng tác giả, *Nuclear Terrorism: The Ultimate Preventable Catastrophe* (Chủ nghĩa khủng bố hạt nhân: Thảm họa tồi tệ nhất có thể tránh được) (Cambridge, MA, 2004).

[402] Michael D. Intriligator và Abdullah Toukan, "Terrorism and Weapons of Mass Destruction" (Chủ nghĩa khủng bố và các vũ khí hủy diệt hàng loạt), trong Peter Kotana, Michael D. Intriligator và John p. Sullivan (cb), *Countering Terrorism and WMD: Creating a Global Counter-terrorism Network* (Chống chủ nghĩa khủng bố và vũ khí hủy diệt hàng loạt: Tạo ra một mạng lưới chống khủng bố toàn cầu) (New York, 2006), bảng 4.1 A.

[403] Xem IPCC, *Climate Change 2007: Synthesis Report* (Biến đổi khí hậu 2007: Báo cáo tổng hợp) (Valencia, 2007).

[404] Robert Looney, "Economic Costs to the United States Stemming from the 9/11 Attacks" (Cái giá kinh tế đối với Hoa Kỳ từ những cuộc tấn công 9/11), Trung tâm Nghiên cứu chiến lược Xung đột hiện đại (5/8/2002).

[405] Robert E. Litan, "Sharing and Reducing the Financial Risks of Future Mega-Catastrophes" (Chia sẻ và giảm nhẹ rủi ro tài chính của những siêu thảm họa tương lai), *Brookings Issues in Economic Policy* (Các vấn đề chính sách kinh tế của Brookings), 4 (3/2006).

[406] William Hutchings, "Citadel Builds a Diverse Business" (Citadel xây dựng nên cách làm ăn đa dạng), *Financial News*, 3/10/2007.

[407] Marcia Vickers, "A Hedge Fund Superstar" (Siêu sao quỹ phòng hộ), *Fortune*, 3/3/2007.

[408] Joseph Santos, "A History of Futures Trading in the United States" (Lịch sử giao dịch hợp đồng tương lai ở Hoa Kỳ), Đại học South Dakota MS, không có ngày.

[409] Tức là, số tiền tồn đọng danh nghĩa ngay cả nếu tất cả các hợp đồng phái sinh được chi trả là khoảng 4,5 lần giá trị thị trường ước tính của các hợp đồng. (TG)

[410] Đánh thức ở chúng kỳ vọng có thể sẽ không thể trở thành hiện thực. Giá nhà tăng 15 lần ở Anh trong khoảng thời gian từ năm 1975 đến 2006 đã khiến việc sở hữu nhà vuột khỏi tầm tay hầu như tất cả những ai mua nhà lần đầu mà không có sự trợ giúp tài chính của cha mẹ họ. (TG)

[411] Philip E. Orbanes, *Monopoly: The World's Most Famous Game - And How It Got That Way* (Cờ tỷ phú: Trò chơi nổi tiếng nhất thế giới - Và làm thế nào mà nó được như vậy?) (New York, 2006), tr. 10-71.

[412] Như trên, tr. 50.

[413] Như trên, tr. 86-87.

[414] Như trên, tr. 90.

[415] Ireland dẫn đầu với 83% số hộ gia đình sở hữu nhà của mình, tiếp theo sau là Úc và Anh (đều là 69%), Canada (67%) và Mỹ (66%). Con số này với Nhật là 60%, Pháp là 54% và Đức là 43%. Tuy nhiên, cần lưu ý rằng các số liệu này là của năm 2000. Kể từ đó đến nay, con số này với Mỹ đã tăng lên trên 68%. Cũng cần lưu ý rằng có sự dao động theo khu vực những người ở miền Trung Tây và miền Nam có tỷ lệ sở hữu nhà riêng cao hơn một cách đáng kể (72%) so với những người sống ở miền Tây và Đông Bắc. Nhà cửa có giá phù hợp với khả năng mua hơn ở Trung Tây và miền Nam. 78% người dân ở Tây Virginia sở hữu nhà đang sống trong khi chỉ có 46% người dân New York được như vậy. (TG)

[416] Robert J. Shiller, "Understanding Recent Trends in House Prices and Home Ownership" (Tìm hiểu những xu hướng mới trong giá nhà và sở hữu nhà), báo cáo trình bày tại Hội thảo Jackson Hole tại Kansas của Ngân hàng Dự trữ Liên bang (8/2007).

[417] http://www.canongate.net/WhoOwnsBritam/DoTheMathsOnLandOwnership.

[418] David Cannadine, *Aspects of Aristocracy: Grandeur and Decline in Modern Britain* (Các khía cạnh của chế độ quý tộc: vẻ huy hoàng và sự suy tàn ở Anh quốc hiện đại) (New Haven, 1994), tr. 170.

[419] "Thưa cô Demolines, cuộc sống luôn luôn bất định." "ông đang nói đùa, tôi biết. Song liệu ông có thực sự cảm thấy là bây giờ những đồng tiền ở khu City rất bấp bênh? Chúng đến rồi đi rất nhanh." "Nếu đã đi, tôi nghĩ tiền nào cũng vậy," Johnny nói. "Nhưng không phải là với đất đai, hoặc các quỹ. Mẹ cô đã bố trí từng shilling vào cho vay thế chấp hạng nhất đối với đất đai với lãi suất 4%. Điều đó khiến ai cũng cảm thấy thật an toàn! Đất đai không thể trốn đi đâu được." (Chương 25) (TG)

[420] Tôi biết ơn Gregory Clark vì những số liệu này.

[421] Frederick B. Heath, "The Grenvilles, in the Nineteenth Century: The Emergence of Commercial Affiliations" (Nhà Grenville, thế kỷ 19: Sự xuất hiện những liên kết thương mại), *Huntington Library Quarterly*, 25,1 (11/1961), tr. 29.

[422] Heath, "Grenvilles", tr. 32-33.

[423] Như trên, tr. 35.

[424] David Spring and Eileen Spring, "The Fall of the Grenvilles" (Sự sụp đổ của nhà Grenville), *Huntington Library Quarterly*, 19,2 (2/1956), tr. 166.

[425] Như trên, tr. 77-78.

[426] Chi tiết tại Spring và spring, "Fall of the Grenvilles", tr. 169-74.

[427] Như trên, tr. 185.

[428] Heath, "Grenvilles", tr. 39.

[429] Spring và Spring, "Fall of the Grenvilles", tr. 183.

[430] Heath, "Grenvilles", tr. 40.

[431] Như trên, tr. 46.

[432] Nguyên nghĩa, một khoản vay "mortgage" là một khoản vay dùng bất động sản (nhà, trang trại v.v) làm thế chấp. Với sự phát triển của "nền dân chủ sở hữu nhà ở" bàn đến trong chương này, từ này trong cách dùng quen thuộc đã trở thành "vay mua nhà thế chấp nhà", tức là dùng chính căn nhà mình định mua làm tài sản thế chấp. Cách gọi đầy đủ nhất là "cho vay mua nhà đất thế chấp bằng nhà đất hình thành từ vốn vay", ở đây tùy nghĩa mà dùng cách gọi tắt phù hợp.

[433] Ben Bernake, "Housing, Housing Finance, and Monetary Policy" (Nhà cửa, tài chính nhà đất và chính sách tiền tệ), diễn văn Hội thảo Jackson Hole ở Kansas của Ngân hàng Dự trữ Liên bang (31 /8/2007).

[434] Louis Hyman, "Debtor Nation: How Consumer Credit Built

Postwar America" (Quốc gia con nợ Tín dụng tiêu dùng đã dựng nên nước Mỹ hậu chiến như thế nào), Luận án tiến sĩ chưa xuất bản (Đại học Harvard, 2007), chương 1.

[435] Edward E. Learner, "Housing and the Business Cycle" (Nhà và chu kỳ kinh doanh), báo cáo trình bày tại Hội thảo Jackson Hole ở Kansas của Ngân hàng Dự trữ Liên bang (8/2007).

[436] Saronne Rubyan-Ling, "The Detroit Murals of Diego Rivera" (Những bức tranh tường Detroit của Diego Rivera), *History Today*, 46,4 (3/1996), tr. 34-8.

[437] Donald Lochbiler, "Battle of the Garden Court" (Cuộc chiến sân vườn), *Detroit News*, 15/7/1997.

[438] Qua thời gian, những bức tranh tường ở Detroit đã được liệt vào hàng Danh lam Lịch sử Quốc gia Hoa Kỳ (năm 2014), còn Sân Vườn đổi tên là Sân Rivera.

[439] Hyman, "Debtor Nation", chương 2.

[440] Thomas J. Sugrue, *The Origins of the Urban Crisis: Race and Inequality in Postwar Detroit* (Căn nguyên khủng hoảng thành thị: Sắc tộc và bất bình đẳng ở Detroit thời hậu chiến) (Princeton, 1996), tr. 64.

[441] Red-lining: còn có nghĩa là phân biệt đối xử.

[442] Thomas J. Sugrue, *The Origins of the Urban Crisis: Race and Inequality in Postwar Detroit*, tr. 38-43.

[443] Hyman, "Debtor Nation", chương 5.

[444] Phong trào đòi chấm dứt cách ly sắc tộc và kỳ thị với người Mỹ da đen trong hai thập kỷ 1950-60.

[445] Sugrue, *Origins of the Urban Crisis*, tr. 259.

[446] Để biết thêm một vụ án gần đây ở Detroit, xem Ben Lefebvre, "Justice Dept. Accuses Detroit Bank of Bias in Lending" (Bộ Tư pháp buộc tội Ngân hàng Detroit thiên vị cho vay), *New York Times*, 20/5/2004.

[447] Glen O'Hara, *From Dreams to Disillusionment: Economic and Social Planning in 1960s Britain* (Từ ước mộng đến vỡ mộng: Hoạch định kinh tế và xã hội ở Anh những năm 1960) (Basingstoke, 2007), chương 5.

[448] Bernake, "Housing, Housing Finance, and Monetary Policy". Xem cả Roger Loewenstein, "Who Needs the Mortgage-Interest Deduction?" (Ai là người cần trừ lãi suất thế chấp vay mua nhà?), *New York Times Magazine*, 5/3/2006.

[449] Ngày nay, khoảng 37 triệu cá nhân và cặp vợ chồng Mỹ xin khấu trừ đối với các khoản cho vay mua nhà dưới một triệu đô la, đổi lại là thâm hụt 76 tỷ đô la cho ngân khố Mỹ. (TG)

[450] Nigel Lawson, *The View from No. 11: Memoirs of a Tory Radical* (Nhìn từ số 11 phố Downing: Hồi ký của một thành viên cấp tiến đảng Bảo thủ Anh) (London, 1992), tr. 821.

[451] *Living in Britain: General Household Survey 2002* (Sống ở nước Anh: Tổng điều tra về các hộ gia đình 2002) (London, 2003), tr. 30: http://www.statistics.gov.uk/cci/nugget.asp?id=821.

[452] Ned Eichler, "Homebuilding in the 1980s: Crisis or Transition?" (Xây nhà vào những năm 1980: Khủng hoảng hay sự chuyển tiếp?), *Annals of the American Academy of Political and Social Science*, 465 (1/1983), tr. 37.

[453] Maureen O'Hara, "Property Rights and the Financial Firm" (Quyền sở hữu bất động sản và công ty tài chính), *Journal of Law and Economics*, 24 (10/1981), tr. 317-32.

[454] Đạo luật tối quan trọng đó là Đạo luật Bãi bỏ điều tiết các Tổ chức nhận tiền gửi và Kiểm soát tiền tệ năm 1980, và Đạo luật Garn-St Germain về các tổ chức nhận tiền gửi năm 1982. (TG)

[455] Eichler, "Homebuilding", tr. 40. Xem cả Henry N. Pontell và Kitty Calavita, "White-Collar Crime in the Savings and Loan Scandal" (Tội phạm cổ cồn trắng trong vụ bê bối Tiết kiệm và Cho vay), *Annals of the American Academy of Political and Social Science*, 525 (1/1993), tr. 31-45; Marcia Millon Cornett và Hassan Tehranian, "An Examination of the Impact of the Gam-St Germain Depository Institutions Act of 1982 on Commercial Banks and Savings and Loans" (Xem xét tác động của Đạo luật Tổ chức Gửi tiền Gam-St Germain 1982 đối với các ngân hàng thương mại và quỹ Tiết kiệm và Cho vay), *Journal of Finance*, 45, 1 (3/1990), tr. 95-111.

[456] Henry N. Pontell và Kitty Calavita, "The Savings and Loan Industry" (Ngành Tiết kiệm và Cho vay), *Crime and Justice*, 18 (1993), tr. 211.

[457] Như trên, tr. 208-09.

[458] F. Stevens Redbum, "The Deeper Structure of the Savings and Loan Disaster" (Cấu trúc sâu xa hơn của thảm họa Tiết kiệm và Cho vay), *Political Science and Politics*, 24,3 (9/1991), tr. 439.

[459] Pontell và Calavita, "White-Collar Crime", tr. 37.

[460] Allen Pusey, "Fast Money and Fraud" (Tiền nhanh và sự lừa đảo), *New York Times*, 23/4/1989.

[461] K. Calavita, R. Tillman, và H. N. Pontell, "The Savings and Loan Debacle, Financial Crime and the State" (Sự sụp đổ Tiết kiệm và Cho vay, Tội phạm tài chính và nhà nước), *Annual Review of Sociology,* 23 (1997), tr. 23.

[462] Pontell và Calavita, "Savings and Loans Industry", tr. 215.

[463] Cần giải thích rõ hơn điểm này: Cũng cùng một logic như việc dàn xếp cho vay qua lại, việc huy động vốn móc nối (linked financing) bao gồm gửi tiền vào một tổ chức tiết kiệm (thrift), đổi lại người gửi sẽ nhận được một khoản cho vay. Ở đây Renda gửi các khoản tiền lớn được môi giới vào

các tổ chức tiết kiệm, nhờ đó ông ta nhận được món tiền hoa hồng, đổi lại những người vay, với các “chướng ngại” về tín dụng, nhận được một khoản vay hậu hĩnh từ tổ chức tiết kiệm.

[464] Calavita, Tillman và Pontell, "Savings and Loan Debacle", tr. 24.

[465] Allen Pusey và Christi Harlan, "Bankers Shared in Profits from 1-30 Deals" (Các nhà ngân hàng chia lợi nhuận từ các hợp đồng đường 1-30), *Dallas Morning News*, 29/1/1986.

[466] Allen Pusey và Christi Harlan, "1-30 Real Estate Deals: A 'Virtual Money Machine'" (Các hợp đồng bất động sản 1-30: Một cỗ máy làm tiền đắc lực), *Dallas Morning News*, 26/1/1986.

[467] Vụ việc khét tiếng nhất là của Charles Keating, khi tổ chức Tiết kiệm và Cho vay Lincoln của ông ta ở Irvine, California, đã nhận được sự ủng hộ của năm thượng nghị sĩ, trong đó có John McCain, khi tổ chức này bắt đầu chịu áp lực từ phía Ngân hàng Cho vay mua nhà Liên bang. McCain trước đó đã nhận các khoản quyên góp chính trị từ Keating, song đã được ủy ban Tư cách Thượng viện xóa tội danh hành động không phù hợp. (TG)

[468] Pusey, "Fast Money and Fraud".

[469] Pontell và Calavita, "White-Collar Crime", tr. 43. Xem cả Kitty Calavita và Henry N. Pontell, "The State and White-Collar Crime: Saving the Savings and Loans" (Nhà nước và tội phạm cổ cồn trắng: Cứu Tiết kiệm và Cho vay), *Law Society Review*, 28, 2 (1994), trT 297-324.

[470] Thua lỗ lúc đầu được dự tính là cao hơn. Vào năm 1990 Cơ quan Kiểm toán nhìn trước lỗ lên tới 500 tỷ đô la. Những nơi khác ước tính một nghìn tỷ đô la hoặc hơn: Pontell và Calavita, "Savings and Loan Industry", tr. 203.

[471] Xem thêm tường thuật sinh động của Michael Lewis, *Liar's Poker* (Trò poker của kẻ nói dối) (London, 1989), tr. 78-124.

[472] Bernake, "Housing, Housing Finance, and Monetary Policy".

[473] Vào cuối năm 2006, các công ty được chính phủ bảo hộ đã chiếm tỷ phần lớn nhất trong các hợp đồng vay thế chấp mua nhà, tới 30% tổng số nợ chưa trả. Các ngân hàng thương mại chiếm 22%; các chứng khoán được bảo đảm bằng thế chấp mua nhà (RMBS), các cam kết nợ có thế chấp (CDO) và chứng khoán được bảo đảm bằng tài sản khác chiếm 14% tổng số; các tổ chức tiết kiệm chiếm 13%; các chính quyền bang và địa phương chiếm 8% tổng số; các công ty bảo hiểm nhân thọ chiếm 6%. Phần còn lại do các cá nhân nắm giữ. (TG)

[474] Tôi biết ơn Joseph Barillari vì sự hỗ trợ của ông với những tính toán này. Morris A. Davisa, Andreas Lehnert và Robert F. Martin, "The Rent-Price Ratio for the Aggregate Stock of Owner-Occupied Housing" (Tỷ số tiền thuê trên giá của chứng khoán tổng hợp của nhà cửa do người sở hữu ở), Báo cáo (12/2007).

[475] Vì thế trong một cuộc tranh luận đã từ lâu giữa tôi và vợ tôi về sự kém khôn ngoan của trò chơi đòn bẩy quy mô lớn trên thị trường bất động sản Anh (một chiến lược tài chính mà vợ tôi ưa thích), vợ tôi đã trở thành người chiến thắng dựa trên giả định là tôi hẳn sẽ thích sống ở nhà thuê của trường đại học và chơi chứng khoán trên thị trường Anh hơn. Chiến lược tối ưu tất nhiên sẽ phải là sở hữu một danh mục đầu tư đa dạng gồm bất động sản và chứng khoán toàn cầu, được cấp vốn bởi một lượng đòn bẩy vừa phải. (TG)

[476] Shiller, "Recent Trends in House Prices".

[477] Carmen M. Reinhart và Kenneth S. Rogoff, "Is the 2007 Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison" (Cuộc khủng hoảng tài chính dưới chuẩn 2007 có khác biệt đến thế không? So sánh từ lịch sử và quốc tế), Bản phác thảo Báo cáo (14/1/2008).

[478] Tức là mức lãi vay mua nhà năm thứ ba trở đi ít nhất đã ở mức 14,125%, dù cuộc khủng hoảng chưa làm lãi suất ngân hàng tăng vọt

[479] Mark Whitehouse, "Debt Bomb: Inside the 'Subprime' Mortgage Debacle" (Quả bom nợ: Bên trong vụ sụp đổ thế chấp "dưới chuẩn"), *Wall Street Journal*, 30/5/2007, tr. A1.

[480] Trong khoảng thời gian từ năm 1997 đến 2006, người tiêu dùng Mỹ đã rút khoảng 9.000 tỷ đô la tiền mặt từ giá trị nhà của họ. Đến quý 1/2006, số tiền rút từ giá trị nhà chiếm gần 10% thu nhập khả dụng cá nhân. (TG)

[481] Xem Kimberly Blanton, "A 'Smoking Gun' on Race, Subprime Loans" ("Khẩu súng bốc khói" nhắm vào sắc tộc: nợ dưới chuẩn), *Boston Globe*, 16/3/2007.

[482] "U.S. Housing Bust Fuels Blame Game" (Vụ sụp đổ nhà cửa ở Mỹ rót thêm dầu vào trò đổ lỗi), *Wall Street Journal*, 19/3/2008. Xem cả David Wessel, "Housing Bust Offers Insights" (Vụ sụp đổ nhà cửa đem lại nhiều nhận thức), *Wall Street Journal* 10/4/2008.

[483] Oprah Winfrey (1954), người dẫn chương trình đối thoại trên truyền hình Mỹ, nhân vật có quyền lực và nhiều ảnh hưởng; Whoopi Goldberg (1955), nghệ sĩ, ca sĩ, nhạc sĩ, nhà hoạt động chính trị Mỹ.

[484] Henry Louis Gates Con, "Forty Acres and a Gap in Wealth" (40 mẫu đất và một khoảng cách tài sản), *New York Times*, 18/11/2007.

[485] Andy Meek, "Frayser Foreclosures Revealed" (Hé lộ việc tịch thu tài sản thế nợ Frayser), *Daily News*, 21 /9/2006.

[486] Một đặc điểm quan trọng trong luật pháp Mỹ là tại nhiều bang (mặc dù không phải là tất cả), các hợp đồng vay thế chấp mua nhà thường là các khoản cho vay “không có nguồn hỗ trợ”, có nghĩa là khi cơ sự đến nợ không trả được thì người cho vay thế chấp chỉ có thể đến lấy đi giá trị tài sản đó chứ không thể lấy đi các tài sản khác (ví dụ như ô tô hay tiền gửi trong ngân hàng) hoặc đặt quyền thế nợ đối với các khoản tiền lương tương lai. Theo

một số nhà kinh tế học, chính điều đó đã khuyến khích mạnh mẽ người vay không trả nợ.

[487] http://www.responsiblelending.org/page.jsp?itemID=32032031.

[488] Credit Suisse, "Foreclosure Trends - A Sobering Reality" (Các xu hướng tịch thu tài sản thế nợ - Một sự thật mở mắt), *Fixed Income Research* (23/4/2008).

[489] Một trong hai quỹ mang cái tên hoành tráng Quỹ Đòn bẩy Tăng cường cho Chiến lược Tín dụng được Cơ cấu xếp hạng cao. (TG)

[490] Chẳng mấy ai có ý kiến khác khi Quỹ Tiền tệ Quốc tế gọi đó là "cú sốc tài chính lớn nhất kể từ cuộc Đại Suy thoái". (TG)

[491] Xem Prabha Natarajan, "Fannie, Freddie Could Hurt U.S. Credit" (Fannie, Freddie có thể hại tín dụng Hoa Kỳ), *Wall Street Journal*, 15/4/2008.

[492] Báo cáo kinh tế của Tổng thống 2007, bảng B-77 và B-76: http://www.gpoaccess.gov/eop/.

[493] George Magnus, "Managing Minsky" (Quản lý Minsky), Hồ sơ nghiên cứu UBS, 27/3/2008.

[494] Những sự kiện xảy ra sau khi cuốn sách này được viết, trên thực tế, đã xác nhận điều đó. (TG)

[495] Hernando de Soto, *The Mystery of Capital: Why Capitalism Triumphs in the West and Fails Everywhere Else* (Bí ẩn của vốn: Tại sao chủ nghĩa tư bản thắng lợi ở phương Tây và thất bại ở mọi nơi khác?) (London, 2001).

[496] Cùng tác giả, "Interview: Land and Freedom" (Đất đai và tự do), *New Scientist*, 27 April 2002.

[497] Cùng tác giả, *The Other Path* (Con đường khác) (New York, 1989).

[498] Rafael Di Telia, Sebastian Galiani và Ernesto Schargrodsky, 'The Formation of Beliefs: Evidence from the Allocation of Land Titles to Squatters" (Sự hình thành niềm tin: Bằng chứng từ việc phân bổ chứng nhận sở hữu đất cho những người chiếm dụng đất), *Quarterly Journal of Economics*, 122,1 (2/2007), tr. 209-41.

[499] "The Mystery of Capital Deepens" (Bí ẩn về vốn càng sâu sắc thêm), *The Economist,* 26/8/2006.

[500] Xem John Gravois, "The de Soto Delusion" (Ảo tưởng de Soto), *Slate,* 29/1/2005: http://state.msn.com/id/2112792/.

[501] Toàn bộ lợi nhuận chuyển tới một Quỹ Phục hồi được tạo ra để đối phó với các tình huống khẩn cấp, đổi lấy việc miễn thuế thu nhập công ty.

[502] Bill và Melinda Gates đã bị ấn tượng mạnh bởi Pro Mujer mạnh đến nỗi Quỹ của họ đã trao cho tổ chức này 3,1 triệu đô la. (TG)

[503] Chơi chữ của tác giả: "ngôi nhà" (house) và "bà nội trợ" (housewife).

[504] Connie Black, "Millions for Millions" (Triệu triệu đổi lấy triệu triệu), *New Yorker,* 30/10/2006, tr. 62-73.
[505] Shiller, "Recent Trends in House Prices".
[506] Edward L. Glaeser và Joseph Gyourko, "Housing Dynamics" (Các động thái trong tình hình nhà ở), Báo cáo NBER 12787 (phiên bản sửa đổi, 31/3/2007).
[507] Robert J. Shiller, *The New Financial Order: Risk in the 21st Century* (Trật tự tài chính mới: Rủi ro trong thế kỷ 21) (Princeton, 2003).
[508] Chơi chữ: BRIC là tên viết tắt tiếng Anh của 4 nước, cũng là chữ viết tắt của “Big Rapidly Industrializing Countries”.
[509] Dominic Wilson và Roopa Purushothaman, "Dreaming with the BRICs: The Path to 2050" (Mơ cùng nhóm BRIG Đường đến 2050), Báo cáo kinh tế toàn cầu của Goldman Sachs, 99 (1/10/2003). Xem cả Jim O'Neill, "Building Better Global Economic BRICs" (Xây dựng các nước BRIC kinh tế toàn cầu tốt hơn), Báo cáo kinh tế toàn cầu của GoldmanSachs, 66 (30/11/2001); Jim O'Neill, Dominic Wilson, Roopa Purushothaman và Anna Stupnytska, "How Solid are the BRICs?" (BRIC vững chắc tới mức nào?), Báo cáo kinh tế toàn cầu của Goldman Sachs, 134 (1/12/2005).
[510] Dominic Wilson và Anna Stupnytska, "The N-11: More than an Acronym" (N-11: Không chỉ là một từ viết tắt), Báo cáo kinh tế toàn cầu của Goldman Sachs, 153 (28/3/2007).
[511] Tập đoàn kinh tế toàn cầu Goldman Sachs, *BRICs and Beyond* (BRIC và hơn thế nữa) (London, 2007), đặc biệt là tr. 45-72,103-8.
[512] Lý lẽ này được đưa ra trong Kenneth Pomeranz, *The Great Divergence: China, Europe and the Making of the Modern World Economy* (Sự chia rẽ lớn: Trung Quốc, châu Âu và việc hình thành nền kinh tế thế giới hiện đại) (Princeton / Oxford, 2000). Xem một cái nhìn ngờ vực hơn về vị thế của Trung Quốc vào năm 1700 tại Angus Maddison, *The World Economy: A Millennial Perspective* (Nền kinh tế thế giới: Cái nhìn thiên niên kỷ) (Paris, 2001).
[513] Tính từ ước lượng sản phẩm quốc nội trên đầu người Maddison, *World Economy,* bảng B-21.
[514] Pomeranz, *Great Divergence.*
[515] Trong những tác phẩm quan trọng nhất về vấn đề này gần đây có Eric Jones, *The European Miracle: Environments, Economies and Geopolitics in the History of Europe and Asia* (Điều kỳ diệu châu Âu: Môi trường, các nền kinh tế và địa chính trị trong lịch sử châu Âu và châu Á) (Cambridge, 1981); David S. Landes, *The Wealth and Poverty of Nations: Why Some are So Rich and Some So Poor* (Sự giàu có và nghèo khổ của một số quốc gia: Tại sao một số lại giàu đến thế và một số lại nghèo đến thế?) (New York, 1998); Joel Mokyr, *The Gifts of Athena: Historical Origins of*

the Knowledge Economy (Món quà của Athena: Nguồn gốc lịch sử của nền kinh tế tri thức) (Princeton, 2002); Gregory Clark, *A Farewell to Alms: A Brief Economic History of the World* (Princeton, 2007).

[516] William N. Goetzmann, "Fibonacci and the Financial Revolution" (Fibonacci và cuộc cách mạng tài chính), Báo cáo NBER10352 (3/2004).

[517] William N. Goetzmann, Andrey D. Ukhov và Ning Zhu, "China and the World Financial Markets, 1870-1930: Modem Lessons from Historical Globalization" (Trung Quốc và thị trường tài chính thế giới, 1870-1930: Những bài học hiện đại từ cuộc toàn cầu hóa lịch sử), *Economic History Review* (sắp xuất bản).

[518] Nicholas Crafts, "Globalisation and Growth in the Twentieth Century" (Toàn cầu hóa và sự tăng trưởng vào thế kỷ 20), Báo cáo của Quỹ Tiền tệ Quốc tế, 00/44 (3/2000). Xem cả Richard E. Baldwin và Philippe Martin, "Two Waves of Globalization: Superficial Similarities, Fundamental Differences" (Hai đợt sóng toàn cầu hóa: Tương đồng trên bề nổi, khác biệt về căn bản), Báo cáo NBER 6904 (1/1999).

[519] Barry R. Chiswick và Timothy J. Hatton, "International Migration and the Integration of Labor Markets" (Di cư quốc tế và sự hội nhập các thị trường lao động), trong Michael D. Bordo, Alan M. Taylor và Jeffrey G. Williamson (cb), *Globalization in Historical Perspective* (Toàn cầu hóa trong cái nhìn lịch sử) (Chicago, 2003), tr. 65-120.

[520] Maurice Obstfeld và Alan M. Taylor, "Globalization and Capital Markets" (Toàn cầu hóa và các thị trường vốn), trong Michael D. Bordo, Alan M. Taylor và Jeffrey G. Williamson (cb), *Globalization in Historical Perspective* (Chicago, 2003), tr. 173-74.

[521] Clark, *Farewell* chương 13,14.

[522] David M. Rowe, "The Tragedy of Liberalism: How Globalization Caused the First World War" (Bi kịch của chủ nghĩa tự do: Toàn cầu hóa đã gây ra Thế chiến thứ nhất thế nào?), *Security Studies*, 14,3 (Xuân 2005), tr. 1-41.

[523] Ví dụ hãy xem Fareed Zakaria, *The Post-American World* (Thế giới hậu Mỹ) (New York, 2008) và Parag Khanna, *The Second World: Empires and Influence in the New Global Order* (Thế giới thứ hai: Các đế quốc và ảnh hưởng trong trật tự thế giới mới) (London, 2008).

[524] Chơi chữ: emerging market (thị trường mới nổi) và emergency (sự khẩn cấp).

[525] Thuật ngữ “các thị trường mới nổi” lần đầu tiên được sử dụng bởi nhà kinh tế học Antoine van Agtmael của Ngân hàng Thế giới và thập niên 1980. (TG)

[526] Jim Rogers, *A Bull in China: Investing Profitably in the World's Greatest Market* (Thị trường đi lên ở Trung Quốc: Đầu tư tạo lợi nhuận trên

thị trường lớn nhất thế giới) (New York, 2007).

[527] Chơi chữ: mất áo sơ mi (lose shirt) nghĩa bóng là mất sạch cơ nghiệp.

[528] Robert Blake, *Jardine Matheson: Traders of the Far East* (Jardine Matheson: Những thương buôn châu Á) (London,1999), tr. 91. Xem cả Alain Le Pichon, *China Trade and Empire: Jardine, Matheson & Co. and the Origins of British Rule in Hong Kong, 1827-1843*, (Thương mại với Trung Quốc và đế quốc: Jardine, Matheson & Co. và nguồn gốc sự cai trị của Anh ở Hồng Kông, 1827-1843) (Oxford / New York, 2006).

[529] Kho Lưu trữ Rothschild, London, RFamFD/13A/l; 13B/1; 13C/1; 13D/1; 13D/2; 13/E.

[530] Henry Lowenfeld, *Investment: An Exact Science* (Đầu tư: Một môn khoa học chính xác) (London, 1909), tr. 61.

[531] John Maynard Keynes, *The Economic Consequences of the Peace* (Các tác động kinh tế của hòa bình) (London, 1919), chương 1.

[532] Maddison, *World Economy*, bảng 2-26a.

[533] Lance E. Davis và R. A. Huttenback, *Mammon and the Pursuit of Empire: The Political Economy of British Imperialism, 1860-1912* (Thần tiền và việc xây dựng một đế quốc: Nền kinh tế chính trị của đế quốc Anh, 1860-1912) (Cambridge, 1988), tr. 46.

[534] Ranald Michie, "Reversal or Change? The Global Securities Market in the 20th Century" (Đảo ngược hay đổi thay? Thị trường chứng khoán toàn cầu thế kỷ 20), *New Global Studies* (sắp xuất bản).

[535] Obstfeld và Taylor, "Globalization" (Toàn cầu hóa); Niall Ferguson và Moritz Schularick, "The Empire Effect: The Determinants of Country Risk in the First Age of Globalization 1880-1913" (Hiệu ứng đế quốc: Những yếu tố quyết định rủi ro quốc gia trong giai đoạn toàn cầu hóa đầu tiên, 1880-1913), *Journal of Economic History,* 66,2 (6/2006). Nhưng hãy xem cả Michael A. Clemens và Jeffrey Williamson, "Wealth Bias in the First Global Capital Market Boom, 1870-1913" (Thiên vị sự giàu có trong cuộc bùng nổ thị trường vốn đầu tiên, 1870-1913), *Economic Journal,* 114, 2 (2004), tr. 304-37.

[536] Nghiên cứu giá trị nhất là của Michael Edelstein, *Overseas Investment in the Age of High Imperialism: The United Kingdom 1850-1914* (Đầu tư nước ngoài trong thời đại đế quốc cao trào: Vương quốc Anh 1850-1914), (New York, 1982).

[537] Michael Edelstein, "Imperialism: Cost and Benefit"' (Chủ nghĩa đế quốc: Phí tổn và lợi nhuận), trong Roderick Floud và Donald McCloskey (cb), *The Economic History of Britain since 1700* (Lịch sử Kinh tế Anh từ năm 1700), tập II ấn bản thứ 2, Cambridge, 1994), tr. 173-216.

[538] John Maynard Keynes, "Foreign Investment and National

Advantage" (Đầu tư nước ngoài và lợi thế quốc gia), trong Donald Moggridge (cb), *The Collected Writings of John Maynard Keynes* (Tuyển tập John Maynard Keynes), tập XIX (London, 1981), tr. 275-84.

[539] Cùng tác giả, "Advice to Trustee Investors" (Lời khuyên tới các nhà đầu tư ủy thác), trong cuốn trên, tr. 202-6.

[540] Được tính toán từ dữ liệu trong Irving Stone, *The Global Export of Capital from Great Britain*, *1865-1914* (Xuất khẩu vốn ra toàn cầu của Anh quốc, 1865-1914) (London, 1999).

[541] Hãy xem chỉ số thị trường chứng khoán hết sức có ích của Sàn giao dịch chứng khoán Thượng Hải từ 1870 tới 1940 tại http://icf.som.yale.edu/sse/.

[542] Michael Bordo và Hugh Rockoff, "The Gold Standard as a 'Good Housekeeping Seal of Approval'" (Bản vị vàng như dấu xác nhận việc giữ nhà tốt), *Journal of Economic History*, 56, 2 (6/1996), tr. 389-428.

[543] Marc Flandreau và Frederic Zumer, *The Making of Global Finance, 1880-1913* (Tạo dựng tài chính toàn cầu, 1880-1913) (Paris, 2004).

[544] Marc Flandreau và Frederic Zumer, *The Making of Global Finance, 1880-1913* (Tạo dựng tài chính toàn cầu, 1880-1913) (Paris, 2004).

[545] Xem thảo luận đầy đủ về vấn đề này trong Niall Ferguson, "Political Risk and the International Bond Market between the 1848 Revolution and the Outbreak of the Fìrst World War" (Rủi ro chính trị và thị trường trái phiếu quốc tế từ cuộc Cách mạng 1848 tới sự bùng nổ Thế chiến thứ nhất), *Economic History Review*, 59,1 (2/2006), tr. 70-112.

[546] Jean de [Ivan] Bloch, *Is War How Impossible* (Chiến tranh bây giờ có phải điều không thể?), R. C. Long dịch (London, 1899 **),** tr. xvii.

[547] Norman Angell, *The Great Illusion: A Study of the Relation of Military Power in Nations to their Economic and Social Advantage* (Ảo tưởng lớn: Nghiên cứu về mối quan hệ giữa sức mạnh quân sự với lợi thế kinh tế và xã hội ở các quốc gia) (London, 1910), tr. 31.

[548] Đức, Áo, Italia, Anh, Pháp, Nga.

[549] Trích trong James J. Sheehan, *Where Have all the Soldiers Gone?* (Những người lính đi đâu hết rồi?) (New York: Houghton Mifflin Co., 2007), tr. 56.

[550] O. M. W. Sprague, "The Crisis of 1914 in the United States" (Khủng hoảng năm 1914 ở Hoa Kỳ), *American Economic Review*, 5, 3 (1915), tr. 505 trở đi.

[551] Brendan Brown, *Monetary Chaos in Europe: The End of an Era* (Hỗn loạn tiền tệ ở châu Âu: Kết thúc một kỷ nguyên) (London / New York, 1988), tr. 1-34.

[552] John Maynard Keynes, "War and the Financial System" (Chiến tranh và hệ thống tài chính), *Economic Journal* 24, 95 (1914), tr. 460-86.

[553] E. Victor Morgan, *Studies in British Financial Policy, 1914-1925* (Nghiên cứu về chính sách tài chính Anh, 1914-1925) (London, 1952), tr. 3-11.

[554] Như trên, tr. 27. Xem cả Teresa Seabourne, "The Summer of 1914" (Mùa hè năm 1914), trong Forrest Capie và Geoffrey E. Wood (cb), *Financial Crises and the World Banking System* (Khủng hoảng tài chính và hệ thống ngân hàng thế giới) (London, 1986), tr. 78, 88-89.

[555] Sprague, "Crisis of 1914", tr. 532.

[556] Morgan, *Studies,* tr. 19.

[557] Seaboume, "The Summer of 1914", tr. 80 trở đi.

[558] Gần đây nhất có William L. Silber, *When Washington Shut Down Wall Street: The Great Financial Crisis of 1914 and the Origins of America's Monetary Supremacy* (Lúc mà Washington đóng cửa Phố Wall: Đại khủng hoảng tài chính năm 1914 và nguồn gốc sự thống trị tiền tệ của Mỹ) (Princeton, 2007).

[559] Morgan, *Studies,* tr. 12-23.

[560] David Kynaston, *The City of London, voi III: Illusions of Gold, 1914-1945* (Khu City ở London, tập III: Ảo tưởng về vàng, 1914-1945) (London, 1999), tr. 5.

[561] Được tính toán từ các giá độc lập đăng trong tờ *The Times* giữa tháng 8 và tháng 12/1914.

[562] Kynaston, *City of London,* tr. 5.

[563] Xem thêm chi tiết trong Niall Ferguson, "Earning from History: Financial Markets and title Approach of World Wars" (Kiếm tiền từ lịch sử: Các thị trường tài chính khi tiến gần tới các cuộc chiến tranh thế giới), *Brookings Papers in Economic Activity* (sắp xuất bản).

[564] Xem Lyndon Moore và Jakub Kaluzny, "Regime Change and Debt Default: The Case of Russia, Austro-Hungary, and the Ottoman Empire following World War One" (Thay đổi chế độ và vỡ nợ: Trường hợp của Nga, Áo-Hungary và đế chế Ottoman sau Thế chiến thứ nhất), *Explorations in Economic History,* 42 (2005), tr. 237-58.

[565] Maurice Obstfeld và Alan M. Taylor, "The Great Depression as a Watershed: International Capital Mobility over the Long Run" (Đại Suy thoái, thời điểm bước ngoặt: Sự lưu thông vốn quốc tế dài hạn), trong Michael D. Bordo, Claudia Goldin và Eugene N. White (cb), *The Defining Moment: The Great Depression and the American Economy in the Twentieth Century* (Thời điểm quyết định: Cuộc Đại Suy thoái và nền kinh tế Mỹ thế kỷ 20) (Chicago, 1998), tr. 353-402.

[566] Rawi Abdelal, *Capital Rules: The Construction of Global Finance* (Luật lệ vốn: Việc xây dựng tài chính toàn cầu) (Cambridge, MA / London, 2007), tr. 45.

[567] Như trên, tr. 46.

[568] Tổng số tiền được giải ngân theo Kế hoạch Marshall là tương đương với khoảng 5,4% tổng sản phẩm quốc nội của Mỹ vào năm có bài phát biểu nổi tiếng của tướng George Marshall, tức là 1,1% GDP mỗi năm được trải ra suốt giai đoạn của chương trình này, bắt đầu từ tháng 4/1948 khi Đạo luật Viện trợ Nước ngoài được thông qua, đến tháng 6/1952, khi đợt chi trả cuối cùng được thực hiện. Nếu như Kế hoạch Marshall được thực hiện trong giai đoạn từ năm 2003 đến 2007, nó sẽ tốn kém 550 tỷ đô la. Để so sánh, tổng số viện trợ kinh tế cho nước ngoài thực tế dưới chính quyền Bush từ năm 2001 đến 2006 là dưới 150 tỷ đô la, tức là trung bình dưới 0,2% GDP hằng năm. (TG)

[569] Greg Behrman, *The Most Noble Adventure: The Marshall Plan and the Time when America Helped Save Europe* (Cuộc phiêu lưu cao cả nhất: Kế hoạch Marshall và thời điểm Mỹ giúp cứu châu Âu) (New York, 2007).

[570] Obstfeld và Taylor, "Globalization and Capital Markets", tr. 129.

[571] Rostow, tác giả của cuốn sách The Stages of Economic Growth: A Non-Communist Manifesto (Các giai đoạn của tăng trưởng kinh tế: một bản tuyên ngôn phi cộng sản, 1960), đã đưa ra lời tư vấn về cả mặt kinh tế lẫn chiến lược cho các chính quyền đảng Dân chủ trong thập niên 1960. Là người giữ chức vụ tương đương với cố vấn An ninh Quốc gia cho Tổng thống Lyndon Johnson, ông có liên quan mật thiết tới sự leo thang của cuộc Chiến tranh Việt Nam. (TG)

[572] Xem William Easterly, *The Elusive Quest for Growth: Economists' Adventures and Misadventures in the Tropics* (Khó truy tìm căn nguyên tăng trưởng: Cuộc phiêu lưu cùng những bất ngờ khó chịu của các nhà kinh tế tại các nước nhiệt đới) (Cambridge, MA., 2002).

[573] Michael Bordo, "The Bretton Woods International Monetary System: A Historical Overview" (Hệ thống tiền tệ quốc tế Bretton Woods: Toàn cảnh lịch sử), trong cuốn sách cùng tác giả và Barry Eichengreen (cb), *A Retrospective on the Bretton Woods System: Lessons for International Monetary Reform* (Nhìn lại hệ thống Bretton Woods: Bài học về cải cách tiền tệ quốc tế) (Chicago / London, 1993), tr. 3-98.

[574] Christopher S. Chiwis, "Charles de Gaulle, Jacques Rueff and French International Monetary Policy under Bretton Woods" (Charles de Gaulle, Jacques Rueff và chính sách tiền tệ quốc tế của Pháp trong hệ thống Bretton Woods), *Journal of Contemporary History*, 41,4 (2006), tr. 701-20.

[575] Sau đây là tóm tắt tổng quan 10 điểm đó, dựa trên công thức ban đầu của John Williamson năm 1989:1. Áp đặt quy tắc tài khóa; 2. Cải cách thuế; 3. Tự do hóa lãi suất; 4. Tăng chi tiêu cho y tế và giáo dục; 5. Đảm bảo quyền sở hữu bất động sản; 6. Tư nhân hóa các ngành công nghiệp do nhà nước điều hành; 7. Phi điều tiết hóa thị trường; 8. Chấp nhận tỷ giá ngoại tệ

cạnh tranh; 9. Loại bỏ các rào cản đối với thương mại; 10. Loại bỏ các rào cản đối với đầu tư trực tiếp nước ngoài. (TG)

[576] Phỏng vấn Amy Goodman: http://www.democracynow.org/article.pl?sid=04/11/09/1526251.

[577] John Perkins, *Confessions of an Economic Hit Man* (Lời thú tội của một sát thủ kinh tế) (New York, 2004), tr. xi.

[578] Joseph E. Stiglitz, *Globalization and Its Discontents* (Toàn cầu hóa và những mặt trái) (New York, 2002), tr. 12, 14, 15, 17.

[579] Abdelal, *Capital Rules*, tr. 50-51., 57-75.

[580] Paul Krugman, *The Return of Depression Economics* (Sự *trở* lại của kinh tế học thời Suy thoái) (London, 1999).

[581] " The Fund Bites Back" (Quỹ cắn lại mình), *The Economist,* 4/7/2002.

[582] Kenneth Rogoff, "The Sisters at 60" (Hai chị em Ở tuổi 60), *The Economist,* 22/7/2004. So sánh "Not Even a Cat to Rescue" (Không có lấy một con mèo để mà cứu), *The Economist,* 20/4/2006.

[583] Kể từ khi thuật ngữ này được sử dụng lần đầu tiên năm 1966 để mô tả quỹ mua-bán do Alfred Winslow Jones thành lập năm 1949 (là quỹ có cả vị thế bán (short position) và vị thế mua (long position) trên thị trường chứng khoán Mỹ), hầu hết các quỹ phòng hộ đều là các công ty hợp danh trách nhiệm hữu hạn. Với tính chất như vậy, các quỹ này được miễn trừ khỏi Đạo luật Chứng khoán năm 1933 và Đạo luật về Công ty Đầu tư năm 1940, giới hạn hoạt động liên quan đến đòn bẩy và hợp đồng bán khống của các quỹ tương hỗ và các ngân hàng đầu tư. (TG)

[584] Xem nghiên cứu kinh điển của Fritz Stern, *Gold and Iron: Bismarck, Bleichroder and the Building of the German Empire* (Vàng và sắt: Bismarck, Bleichroder và việc xây dựng đế chế Đức) (Harmondsworth, 1987).

[585] George Soros, *The Alchemy of Finance: Reading the Mind of the Market* (Giả kim thuật tài chính: Hiểu suy nghĩ của thị trường) (New York, 1987), tr. 27-30.

[586] Robert Slater, *Soros: The Life, Times and Trading Secrets of the World's Greatest Investor* (Soros: Cuộc đời, thời đại và những bí mật kinh doanh của nhà đầu tư vĩ đại nhất thế giới) (New York, 1996), tr. 48-49.

[587] George Soros, *The New Paradigm for Financial Markets: The Credit Crash of 2008 and What It Means* (Mô hình mới cho các thị trường tài chính: Vụ sụp đổ tín dụng năm 2008 và ý nghĩa của nó) (New York, 2008), tr. X.

[588] Về kỹ thuật, theo ủy ban Chứng khoán và Giao dịch Mỹ, bán khống (short sale) là “bất kỳ việc bán một chứng khoán nào mà người bán không sở hữu, hoặc bất kỳ việc bán nào được hoàn thành bằng cách giao một chứng

khoán mà người bán vay, hoặc vay bằng tài khoản của người bán". (TG)

[589] Slater, Soros, tr. 78.

[590] Như trên, tr. 105,107 trở đi.

[591] Như trên, tr. 172.

[592] Như trên, tr. 177,182,188.

[593] Như trên, tr. 10.

[594] Như trên, tr. 159.

[595] Nicholas Dunbar, *Inventing Money: The Story of Long-Term Capital Management and the Legends Behind It* (Tạo ra tiền: Câu chuyện Quản lý Vốn Dài hạn và những truyền thuyết đằng sau) (New York, 2000), tr. 92.

[596] Dunbar, *Inventing Money,* tr. 168-73.

[597] Andre F. Perold, "Long-Term Capital Management, L. p. (A)" (Quản lý Vốn Dài hạn), Trường Kinh doanh Harvard, Trường hợp 9-200-007 (5/11/1999), tr. 2.

[598] Perold, "Long-Term Capital Management, L. p. (A)", tr. 13.

[599] Như trên, tr. 16.

[600] Xem lịch sử thuyết tài chính về thị trường hiệu quả trong Peter Bernstein, *Capital Ideas: The Improbable Origins of Modern Wall Street* (Các ý tưởng về vốn: Những căn nguyên không hình dung nổi của Phố Wall hiện đại) (New York, 1993).

[601] Hoán đổi (swap) là một dạng hợp đồng phái sinh: một hợp đồng dàn xếp, theo đó một bên đồng ý trả cho bên kia một lãi suất cố định, để đổi lấy một lãi suất thả nổi (thông thường, đó là lãi suất liên ngân hàng được đề nghị ở London, tức là Libor) áp dụng cho một số tiền ước tính. (TG)

[602] Dunbar, *Inventing Money*, tr. 178.

[603] Roger Lowenstein, *When Genius Failed: The Rise and Fall of Long-Term Capital Management* (Khi thiên tài thất bại: Sự thăng trầm của Quản lý Vốn Dài hạn) (New York, 2000), tr. 126.

[604] Perold, "Long-Term Capital Management, L. p. (A)", tr. 11-12,17.

[605] Lowenstein, *When Genius Failed*, tr. 127.

[606] Andre F. Perold, "Long-Term Capital Management, L. p. (B)", Trường Kinh doanh Harvard, Trường hợp 9-200-08 (27/10/1999), tr. 1.

[607] Lowenstein, *When Genius Failed*, tr. 133-8.

[608] Như trên, tr. 144.

[609] Chẳng hạn, chênh lệch đối với Trái phiếu Kho bạc Mỹ của chỉ số thị trường mới nổi JP Morgan tăng từ 3,3% vào tháng 10/1997 lên 6,6% vào tháng 7/1998, lên 17,05% vào ngày 10/9/1998. (TG)

[610] Tôi được biết điểm này nhờ André Stern, một nhà đầu tư ở LTCM.

[611] Lowenstein, *When Genius Failed*, tr. 147.

[612] Andre F. Perold, "Long-Term Capital Management, L. p. (C)",

Trường Kinh doanh Harvard, Trường hợp 9-200-09 (5 November 1999), tr. 1, 3.

[613] Cùng tác giả, "Long-Term Capital Management, L. p. (D)", Trường Kinh doanh Harvard, Trường hợp 9-200-10 (4/10/2004), tr. 1. Những trường hợp của Perold là những bản ghi chép hay nhất.

[614] Lowenstein, *When Genius Failed*, tr. 149.

[615] "All Bets Are Off: How the Salesmanship and Brainpower Failed at Long-Term Capital" (Cá cược nào cũng sai: Khả năng bán hàng và trí óc thất bại ở Quản lý Vốn Dài hạn thế nào?), *Wall Street Journal*, 16/11/1998.

[616] Ở điểm này, xem Peter Bernstein, *Capital Ideas Evolving* (Sự tiến hóa của các ý tưởng về vốn) (New York, 2007).

[617] Donald MacKenzie, "Long-Term Capital Management and the Sociology of Arbitrage" (Quản lý Vốn Dài hạn và tính xã hội học của việc buôn chứng khoán dựa vào chênh lệch giá), *Economy and Society,* 32, 3 (8/2003).

[618] Như trên, ở nhiều chỗ trong bài.

[619] Như trên, tr. 365.

[620] Franklin R. Edwards, "Hedge Funds and the Collapse of Long-Term Capital Management" (Quỹ phòng hộ và sự sụp đổ của Quản lý Vốn Dài hạn), *Journal of Economic Perspectives,* 13, 2 (Xuân 1999), tr. 192-93. Xem cả Stephen J. Brown, William N. Goetzmann và Roger G. Ibbotson, "Offshore Hedge Funds: Survival and Performance, 1989-95" (Quỹ phòng hộ nước ngoài: Sự sống sót và khả năng hoạt động), *Journal of Business,* 72 (1/1999), 91-117.

[621] Harry Markowitz, "New Frontiers of Risk: The 360 Degree Risk Manager for Pensions and Nonprofits" (Các biên giới rủi ro mới: Nhà quản lý rủi ro 360 độ cho các quỹ và tổ chức phi lợi nhuận), *The Bank of New York Thought Leadership White Paper* (10/2005), tr. 6.

[622] "Hedge Podge" (Quỹ lùn), *The Economist,* 16/2/2008.

[623] "Rolling In It" (Lăn trong đó), *The Economist,* 16/11/2006.

[624] John Kay, "Just Think, the Fees You Could Charge Buffett" (Thử nghĩ xem, những chi phí mà bạn có thể tính cho Buffett), *Financial Times,* 11/3/2008.

[625] Stephanie Baum, "Top 100 Hedge Funds have 75% of Industry Assets" (100 quỹ phòng hộ hàng đầu nắm giữ 75% tài sản của ngành), *Financial News,* 21 /5/2008.

[626] Dean P. Foster và H. Peyton Young, "Hedge Fund Wizards" (Các thầy phù thủy của quỹ phòng hộ), *Economists' Voice* (2/2008), tr. 2.

[627] Điều chắc chắn là chính các báo cáo về thiệt hại tại các quỹ phòng hộ được điều hành bởi Bear Stearns và Goldman Sachs đã phát tín hiệu cho cuộc đổ vỡ tín dụng vào mùa hè năm 2007. (TG)

[628] Niall Ferguson và Moritz Schularick, " 'Chimerica' and Global Asset Markets" ("Trung-Hoa-Mỹ" và các thị trường tài sản toàn cầu), *International Finance* 10,3 (2007), tr. 215-39.

[629] Michael Dooley, David Folkerts-Landau và Peter Garber, "An Essay on the Revived Bretton Woods System" (Tiểu luận về hệ thống Bretton Woods sau sửa đổi), Báo cáo NBER 9971 (9/2003).

[630] Ben Bernanke, "The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit" (Sự thừa thãi tiết kiệm toàn cầu và sự thâm hụt tài khoản vãng lai của Mỹ), Bài giảng Homer Jones, St Louis, Missouri (15/4/2005).

[631] "From Mao to the Mall" (Từ Mao đến trung tâm thương mại), *The Economist*, 16/2/2008.

[632] Một số quỹ lợi ích quốc gia thực ra đã có lịch sử tương đối lâu dài. Cơ quan Đầu tư Kuwait được thành lập năm 1953; Temasek của Singapore được thành lập năm 1974; ADIA, quỹ của Các Tiểu Vương quốc Ả Rập Thống nhất được thành lập năm 1976; GIC của Singapore được thành lập năm 1981. (TG)

[633] Sau khi chi 5 tỷ đô la cho cổ phần 9,9% trong Morgan Stanley vào tháng 12/2007, chủ tịch Tập đoàn Đầu tư Trung Quốc Lâu Kế Vĩ đã so sánh cơ hội này với một con thỏ xuất hiện ngay trước mặt người nông dân. "Nếu chúng tôi nhìn thấy một con thỏ vừa to vừa béo," ông ta nói, "chúng tôi sẽ bắn nó ngay." Song ông nói thêm (để chỉ việc giá cổ phiếu của Morgan Stanley đã giảm sau đó), "Một số người có thể nói rằng chúng tôi đã bị Morgan Stanley bắn." (TG)

[634] Xem phê bình về chính sách của Ngân hàng Dự trữ Liên bang mới đây trong Paul A. Volcker, "Remarks at a Luncheon of the Economic Club of New York" (Những nhận định tại một bữa tiệc trưa ở Câu lạc bộ Kinh tế của New York) (8/4/2008). Theo cái nhìn của Volcker, Feb đã có những "hành động đi đến tận cùng những sức mạnh hợp pháp và ngầm ẩn của nó".

[635] Xem Jamil Anderlini, "Beijing Looks at Foreign Fields in Plan to Guarantee Food Supplies" (Bắc Kinh trông vào những cánh đồng nước ngoài trong kế hoạch đảm bảo nguồn cung cấp lương thực), *Financial Times*, 9/5/2008.

[636] Nếu không có Thế chiến thứ nhất, ta có thể phỏng đoán rằng Đức có lẽ đã vượt mặt Anh về mặt thị phần xuất khẩu thế giới vào năm 1926: Hugh Neuburger và Houston H. Stokes, "The Anglo-German Trade Rivalry, 1887-1913: A Counterfactual Outcome and Its Implications" (Cuộc cạnh tranh thương mại Anh-Đức, 1887-1913: Một kết quả đối nghịch với thực tế và ý nghĩa của nó), *Social Science History*, 3,2 (Đông 1979), tr. 187-201.

[637] Aaron L. Friedberg, "The Future of U.S.- China Relations: Is Conflict Inevitable?" (Tương lai của các mối quan hệ Mỹ-Trung: Xung đột có phải là không thể tránh khỏi?), *International Security*, 30,2 (Thu 2005), tr.

7-45.

[638] Độ dài trung bình sự nghiệp của những Chủ tịch Hội đồng quản trị của Citigroup, Goldman Sachs, Merrill Lynch, Morgan Stanley và JP Morgan là dưới 25,5 năm một chút.

[639] Để có những nhận định tuyệt vời về giới hạn của toàn cầu hóa, hãy xem Pankaj Ghemawat, *Redefining Global Strategy: Crossing Borders in a World Where Differences Still Matter* (Định nghĩa lại chiến lược toàn cầu: Vượt biên giới trong một thế giới mà những khác biệt vẫn còn quan trọng) (Boston, 2007).

[640] Tức là khi dân số tăng vượt quá mức mà hệ thống sản xuất nông nghiệp mong manh và thiếu hiệu quả có thể chu cấp, theo lý thuyết của nhà kinh tế học Thomas Malthus.

[641] Frederic Mishkin, Bài giảng đặc biệt ở Trung tâm Weissman, Đại học Baruch, New York (12/10/2006).

[642] Larry Neal," A Shocking View of Economic History" (Một quan điểm kinh ngạc về lịch sử tài chính), *Journal of Economic History*, 60,2 (2000), tr. 317-34.

[643] Larry Neal," A Shocking View of Economic History" (Một quan điểm kinh ngạc về lịch sử tài chính), *Journal of Economic History*, 60,2 (2000), tr. 317-34.

[644] Nassim Nicholas Taleb, *Fooled by Randomness: The Hidden Role of Chance in Life and in the Markets* (Bị đánh lừa bởi sự ngẫu nhiên: Vai trò ẩn của tình cờ trong cuộc sống và trong thị trường) (lần tái bản thứ hai, New York, 2005).

[645] Cùng tác giả, *The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable* (Thiên nga đen: Xác suất cực nhỏ - tác động cực lớn) (London, 2007). Tựa sách đã xuất bản ở Việt Nam, NXB Tổng hợp TP. Hồ Chí Minh, 2011.

[646] Georges Soros, *The New Paradigm for Financial Markets: The Credit Crash of 2008 and What It Means* (Mô thức mới cho thị trường tài chính: Vụ sụp đổ tín dụng năm 2008 và ý nghĩa của nó) (New York, 2008), tr. 91 trở đi.

[647] Xem Frank H. Knight, *Risk, Uncertainty and Profit* (Rủi ro, tính bất định và lợi nhuận) (Boston, 1921).

[648] Như Peter Bernstein nói, “Chúng ta rót vào các dữ liệu từ quá khứ... nhưng dữ liệu quá khứ... bao gồm một chuỗi sự kiện chứ không phải là một tập hợp các quan sát độc lập, như các quy luật về xác suất đòi hỏi. Lịch sử chỉ cung cấp cho chúng ta một mẫu nhỏ... các thị trường vốn, không phải là hàng nghìn những con số riêng lẻ và được phân bổ ngẫu nhiên.” vấn đề tương tự - rằng kích cỡ mẫu thực ra chỉ bằng một - tất nhiên là thuộc tính tất yếu của cả ngành địa chất, một khoa học lịch sử tiến bộ hơn hẳn lịch sử tài

chính, như Larry Neal đã nhận xét. (TG)

[649] John Maynard Keynes, "The General Theory of Employment" (Lý thuyết chung về việc làm), *Economic Journal*, 51, 2 (1937), tr. 214.

[650] Daniel Kahneman và Amos Tversky, "Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk" (Lý thuyết triển vọng: Phân tích về quyết định khi gặp rủi ro), *Econometrica,* 47,2 (3/1979), tr. 273.

[651] Eliezer Yudkowsky, "Cognitive Biases Potentially Affecting Judgment of Global Risks" (Các thiên kiến nhận thức. Có khả năng ảnh hưởng tới đánh giá rủi ro toàn cầu), trong Nick Bostrom và Milan Cirkovic (cb), *Global Catastrophic Risks* (Các rủi ro thảm họa toàn cầu) (Oxford University Press, 2008), tr. 91-119. Xem cả Michael J. Mauboussin, *More Than You Know: Finding Financial Wisdom in Unconventional Places* (Nhiều hơn những gì bạn biết: Tìm ra sự thông thái tài chính ở những nơi lạ thường) (New York / Chichester, 2006).

[652] Mark Buchanan, *The Social Atom: Why the Rich Get Richer, Cheaters Get Caught, and Your Neighbor Usually Looks Like You* (Nguyên tử xã hội: Tại sao người giàu càng giàu hơn, kẻ lừa đảo lại bị bắt, và hàng xóm của bạn thường trông giống bạn?) (New York, 2007), tr. 54.

[653] Xem giới thiệu về trường phái này trong Andrei Shleifer, *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance* (Các thị trường không hiệu quả: Giới thiệu về tài chính học hành vi) (Oxford, 2000). Để biết về những cách áp dụng thực tế, xem Richard H. Thaler và Cass R. Sunstein, *Nudge: Improving Decisions About Health, Wealth, and Happiness* (Cú hích nhẹ: Cải thiện những quyết định về sức khỏe, sự giàu có và hạnh phúc) (New Haven, 2008).

[654] Xem Peter Bernstein, *Capital Ideas Evolving* (New York, 2007).

[655] Ví dụ xem James Surowiecki, *The Wisdom of Crowds* (Trí tuệ đám đông) (New York, 2005); Ian Ayres, *Supercrunchers: How Anything Can Be Predicted* (Những nhà siêu kế toán: Làm cách nào tiên đoán được mọi thứ?) (London, 2007).

[656] Daniel Gross, "The Forecast for Forecasters is Dismal" (Dự báo ảm đạm cho các nhà dự báo), *New York Times*, 4/3/2007.

[657] Tác phẩm kinh điển, lần đầu được xuất bản vào năm 1841, của Charles MacKay, *Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds* (Những ảo tưởng vô cùng được ưa thích và sự điên rồ của đám đông) (New York, 2003 [1841]).

[658] Yudkowsky, "Cognitive Biases", tr. 110-11.

[659] Xem giới thiệu về Lo trong Bernstein, *Capital Ideas Evolving*, chương 4. Xem cả John Authers, "Quants Adapting to a Darwinian Analysis" (Những nhà Lượng hóa thích nghi theo cách phân tích mang tính Darwin), *Financial Times*, 19/5/2008.

[660] Trích từ Niall Ferguson và Oliver Wyman, *The Evolution of Financial Services: Making Sense of the Past, Preparing for the Future* (Sự tiến hóa của các dịch vụ tài chính: Giải nghĩa về quá khứ, chuẩn bị cho tương lai) (London / New York, 2007).

[661] *The Journal of Evolutionary Economics.* Các bài viết có ảnh hưởng trong lĩnh vực này là A. A. Alchian, "Uncertainty, Evolution and Economic Theory" (Tính bất định, tiến hóa và lý thuyết kinh tế), *Journal of Political Economy*, 58 (1950), tr. 211-22, và R. R. Nelson và S. G. Winter, *An Evolutionary Theory of Economic Change* (Lý thuyết tiến hóa về sự thay đổi kinh tế) (Cambridge, MA, 1982).

[662] Thorstein Veblen, "Why is Economics Not an Evolutionary Science?" (Tại sao kinh tế không phải là một khoa học về tiến hóa?) *Quarterly Journal of Economics*, số 12 (1898), tr. 373-97.

[663] Joseph A. Schumpeter, *Capitalism, Socialism and Democracy* (Chủ nghĩa tư bản, chủ nghĩa xã hội và nền dân chủ) (London, 1987 [1943]), tr. 80-4.

[664] Paul Ormerod, *Why Most Things Fail: Evolution, Extinction and Economics* (Tại sao hầu hết mọi thứ đều thất bại: Sự tiến hóa, tuyệt chủng và kinh tế) (London, 2005), tr. 18.

[665] Jonathan Guthrie, "How the Old Corporate Tortoise Wins the Race" (Cách công ty rùa già đã chiến thắng cuộc đua như thế nào), *Financial Times*, 15/2/2007.

[666] Leslie Hannah, "Marshall's Trees' and the Global 'Forest': Were 'Giant Redwoods' Different?" ("Cây" của Marshall và "Rừng" toàn cầu: Những "cây gỗ đỏ khổng lồ" có khác không?) trong N. R. Lamoreaux, D. M. G. Raff và P. Temin (cb), *Learning hy Doing in Markets, Firms and Countries* (Học bằng cách tham gia vào thị trường, trong công ty và tại các quốc gia) (Cambridge, MA, 1999), tr. 253-94.

[667] Đương nhiên là chỉ cuốn sách của Richard Dawkins, *The Selfish Gene* (Gien vị kỷ) (lần tái bản thứ hai, Oxford, 1989).

[668] Rudolf Hilferding, *Finance Capital: A Study of the Latest Phase of Capitalist Development* (Vốn tài chính: Nghiên cứu giai đoạn mới nhất trong sự phát triển của chủ nghĩa tư bản) (London, 2006 [1919]).

[669] Theo các quy định của hiệp định Basel I được thông qua vào năm 1988, tài sản của các ngân hàng được chia ra làm 5 loại dựa trên rủi ro tín dụng, mỗi loại có trọng số rủi ro từ 0 (ví dụ như trái phiếu chính phủ của nước đó) cho đến 100 (nợ công ty). Các ngân hàng quốc tế được yêu cầu phải giữ vốn tương đương với 8% tài sản có rủi ro. Hiệp định Basel II, công bố vào năm 2004 song mới chỉ đang dần được các nước trên thế giới chấp nhận, đặt ra những luật lệ phức tạp hơn, phân biệt giữa rủi ro tín dụng, rủi ro hoạt động và rủi ro thị trường, với rủi ro thị trường quản lý việc sử dụng các

mô hình giá trị rủi ro (VaR). Buồn cười thay, sau vụ năm 2007-2008, rủi ro thanh khoản được gộp chung với các loại rủi ro khác dưới tên “rủi ro tồn đọng”. Những luật lệ như vậy không tránh khỏi đối nghịch với mong muốn của tất cả các ngân hàng là tối thiểu hóa vốn và do đó sẽ tăng lãi cổ đông. (TG)

[670] Theo lời của Andrew Lo: “Các quỹ phòng hộ là những hòn đảo Galapagos [là nơi Darwin đã phát hiện những giống chim sẻ gợi cảm hứng cho thuyết tiến hóa của ông] của tài chính... Tốc độ sáng tạo, tiến hóa, đấu tranh, thích nghi, sinh ra và chết đi, toàn bộ các hiện tượng tiến hóa, xảy ra trong một vận tốc nhanh lạ thường.” (TG)

[671] "Fear and Loathing, and a Hint of Hope" (Sợ hãi và thù ghét, cùng một chút hy vọng), *The Economist*, 16/2/2008.

[672] Thuyết tin rằng có những nguyên nhân thông minh đã sắp đặt mọi đặc điểm của vũ trụ.

[673] Joseph Schumpeter, *The Theory of Economic Development* (Lý thuyết phát triển kinh tế) (Cambridge, MA, 1934), tr. 253.

[674] Bertrand Benoit và James Wilson, "German President Complains of Financial Markets 'Monster' " (Tổng thống Đức than phiền về con "quái vật" thị trường tài chính), *Financial Times*, 15/5/2008.